(Foreløpig utgave)

NOU Norges offentlige utredninger 2026: 11

En ansvarlig, finansiell forvaltning

NOU 2026: 11

En ansvarlig, finansiell forvaltning

Det etiske rammeverket for Statens pensjonsfond utland

Utredning fra et utvalg oppnevnt ved kongelig resolusjon 7. november 2025

Avgitt til Finansdepartementet 15. oktober 2026

Til Finansdepartementet

Utvalget ble oppnevnt ved kongelig resolusjon 7. november 2025 for å vurdere det etiske rammeverket for Statens pensjonsfond utland. Utvalget gir med dette sin utredning. Innstillingen er enstemmig.

	Oslo 15. oktober 2026	
	Svein Gjedrem leder	
Annie Bersagel	Alexander Wright Cappelen	Marius Emberland
Gunhild Hoogensen Gjørv	Hanne Eggen Røislien	Arthur Sletteberg
Ulf Sverdrup	Karen Helene Ulltveit-Moe	
		Yngvar Tveit leder av sekretariatet
		Mille Bugge
		Charlotte Hafstad
		Dag Huse
		Julie Michelet
		Aslak Skancke
		Simon Torp
		Runa Urheim

1 Sammendrag og utvalgets anbefalinger 19
1.1 Innledning 19
1.2 Utvalgets mandat 20
1.3 To etiske forpliktelser 20
1.4 Folkerettens betydning for forvaltningen 22
1.5 Nye utviklingstrekk 22
1.6 Avveiinger av etiske hensyn 23
1.7 Ansvarlig forvaltning 24
1.8 Produktkriterier og fondets investeringer i forsvarsindustrien 25
1.9 De adferdsbaserte kriteriene 26
1.10 Aktsomhet og rask respons ved krig og konflikt 26
1.11 Organisering 27
1.12 Åpenhet og rapportering 28
2 Utvalgets mandat, sammensetning og arbeid 30
2.1 Mandat og sammensetning 30
2.2 Utvalgets forståelse av mandatet 36
2.3 Arbeidet i utvalget 37
3 Nye utviklingstrekk 39
3.1 Innledning 39
3.2 Fondet er blitt enda viktigere for norsk velferd 39
3.3 Verden er mer fragmentert og politikken forhandlingspreget 40
3.4 Fondet og norsk utenrikspolitikk 40
3.5 En krevende sikkerhetspolitisk situasjon 41
3.6 Energisikkerhet utfordres i mange land 42
3.7 Staters gjeld har økt kraftig 42
3.8 Konsentrasjonen i aksjemarkedet har økt 43
Del I Mål 44

4 Etisk forpliktelse: Velferd nå og senere 45
4.1 Innledning 45
4.2 Fondet bidrar til fordeling av velferd mellom generasjoner 45
4.3 Bred spredning av investeringene 47
4.3.1 Fondet er spredt på flere aktivaklasser i mange land 47
4.4 Utvalgets vurderinger 51
5 Etisk forpliktelse: Unngå selskaper som medvirker til grove normbrudd 52
5.1 Innledning 52
5.2 Rettslige rammer for selskaper 52
5.3 SPUs referanseindeks og Norges Banks godkjenning av markeder 54
5.3.1 SPUs referanseindeks for aksjer 54
5.3.2 Norges Banks godkjenning av markeder 54
5.4 OECDs og FNs retningslinjer 56
5.4.1 Formål og bakgrunn 56
5.5 Etisk grunnlag for gjeldende rammeverk 57
5.5.1 Innledning 57
5.5.2 Etiske forpliktelser 58
5.5.3 «Overlappende konsensus» heller enn en bestemt etisk teori 58
5.5.4 Konvensjoner bidrar som sentrale holdepunkter 60
5.5.5 De etiske forpliktelsene ivaretas gjennom tre virkemidler 61
5.5.6 Avveiinger ved motstrid mellom etiske hensyn 61
5.6 Utvalgets vurderinger 62
6 OECDs og FNs retningslinjer i forvaltningen av Statens pensjonsfond utland 67
6.1 Innledning 67
6.2 Om rammeverkene fra FN og OECD 67

6.2.1 FNs veiledende prinsipper for næringsliv og menneskerettigheter (UNGP) 67

6.2.2 OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper om ansvarlig næringsliv 68

6.3 Forvaltningen av SPU bygger på rammeverkene fra FN og OECD 70

6.4 SPUs særtrekk setter rammer for fondets aktsomhetsvurderinger 71

6.4.1 Fondets formål og institusjonelle rammer 72

6.4.2 Statlig eierskap og utenrikspolitisk eksponering 72

6.4.3 Utelukkelse som virkemiddel 72

6.4.4 Krav til åpenhet 73

6.5 Utvalgets vurderinger 74

7 Nærmere om Statens pensjonsfond utland og Norges folkerettslige forpliktelser 77

7.1 Innledning 77

7.2 Bakgrunn 79

7.2.1 Petroleumsfondets folkerettsråd (2001–2004) 79

7.2.2 Graver-utvalget i 2003 80

7.2.3 Mestadutvalget i 2020 82

7.3 Folkerettslige forpliktelser av betydning for forvaltningen av SPU 82

7.3.1 Innledning 82

7.3.2 Konvensjonsbaserte forbud mot medvirkningshandlinger 83

7.3.3 Forbud mot medvirkning etter folkerettslig sedvanerett 87

7.3.4 Særlig om visse handlingsplikter 94

7.4 Utvalgets vurderinger av folkerettens betydning for det etiske rammeverket 98

8 Avveiinger 100

8.1 Innledning 100

8.2 Om fondets to etiske forpliktelser 100

8.3 Forankring hjemme og større handlefrihet ute 103
8.4 Reaksjoner fra andre land 104
8.5 Utvalgets vurderinger 107
8.5.1 To etiske forpliktelser 107
8.5.2 Risiko for politiske mottiltak 110
Del II Virkemidler 114
9 Ansvarlig forvaltning og valg av virkemiddel 115
9.1 Innledning 115
9.2 Virkemidler i Norges Banks ansvarlige forvaltning 116
9.2.1 Innledning 116
9.2.2 Markedsgodkjenning 116
9.2.3 Arbeid med standardsetting og markedspraksis 117
9.2.4 Forventninger til selskapene 117
9.2.5 Arbeidet med risikoovervåking og risikobaserte nedsalg 118
9.2.6 Aktsomhetsvurderinger 118
9.2.7 Flere typer eierskapsutøvelse 119
9.3 Norges Banks forutsetninger for å drive ansvarlig forvaltning 120
9.3.1 Særtrekk ved SPU 120
9.3.2 Handlingsrom og begrensninger 125
9.4 Utvalgets vurderinger 126
10 Produktkriterier som grunnlag for endringer i referanseindeks og investeringsunivers 130
10.1 Innledning 130
10.2 Våpenkriteriet 130
10.2.1 Innledning 130
10.2.2 Bakgrunn for våpenkriteriet 131
10.2.3 Folkerettslige rammer 136

10.2.4 SPUs investeringer i forsvarsindustrien 139
10.2.5 Praktiseringen av våpenkriteriet 140
10.2.6 Utvalgets vurderinger 142
10.2.7 Utvalgets anbefaling om våpenkriteriet 146
10.3 Kullkriteriet 148
10.3.1 Innledning 148
10.3.2 Kort om bakgrunn 149
10.3.3 Norges Banks arbeid med kullkriteriet 151
10.3.4 Utvalgets vurderinger 152
10.4 Tobakk og cannabis 153
10.4.1 Tobakk 153
10.4.2 Cannabis 154
10.4.3 Praktisering av kriteriene 155
10.4.4 Utvalgets vurderinger 155
11 Adferdskriterier som grunnlag for endring av referanseindeks og investeringsunivers 156
11.1 Innledning 156
11.2 Om selskapers medvirkning til normbrudd 156
11.3 Terskel for utelukkelser 158
11.4 Nærmere om adferdskriteriene 162
11.4.1 Innledning 162
11.4.2 Menneskerettighetskriteriet (§ 4 bokstav a) 163
11.4.3 Miljøkriteriet (§ 4 bokstav e) 163
11.4.4 Klimakriteriet (§ 4 bokstav f) 164
11.4.5 Korrupsjonskriteriet (§ 4 bokstav g) 168
11.4.6 Andre særlig grove brudd på etiske normer (§ 4 bokstav h) 168
11.5 Om å oppheve utelukkelser 169

11.6 Observasjon som virkemiddel 170
12 Aktsomhet i situasjoner med krig og konflikt 179
12.1 Innledning 179
12.2 Håndtering av situasjoner med krig og konflikt fram til nå 180
12.2.1 Retningslinjene for observasjon og utelukkelse 180
12.2.2 Norges Banks ansvarlige forvaltning i situasjoner med krig og konflikt 184
12.3 Krig og konflikt framover 185
12.3.1 Nye konflikter og andre former for krigføring 185
12.3.2 Teknologiselskaper i situasjoner med krig og konflikt 186
12.4 Utvalgets vurderinger 187
12.4.1 Organisering, retningslinjer og mandat 187
12.4.2 Økt aktsomhet i situasjoner med krig og konflikt 188
12.4.3 Selskapers salg til egne myndigheter 189
12.4.4 Selskapers eksport etter godkjenning av egne myndigheter 191
12.4.5 Teknologiselskaper 194
12.4.6 Uttrekk fra hele markeder 195
Del III Organisering og rapportering 196
13 Ansvar og organisering 197
13.1 Innledning 197
13.2 Bakgrunn for dagens organisering 197
13.2.1 Innledning 197
13.2.2 Organisering ved innføringen av de etiske retningslinjene i 2004 198
13.2.3 Retningslinjene og oppgavene ble endret i 2010 199
13.2.4 Norges Bank fikk ansvar for å beslutte observasjon og utelukkelse i 2014 200
13.2.5 Organiseringen av SPU sammenliknet med andre fond 201

13.3 Utvalgets vurderinger av organisering 202
13.3.1 Gjeldende arbeidsdeling og organisering 202
13.3.2 Arbeidsoppgaver for Etikkrådet og Norges Bank 203
13.3.3 To mulige modeller for å organisere Etikkrådet 205
13.3.4 Endring i investeringsunivers og referanseindeks 207
13.3.5 Vurderinger av Norges Banks skjønnsutøvelse mv. 208
14 Rapportering og åpenhet 210
14.1 Innledning 210
14.2 Situasjonen i dag 211
14.2.1 Styring, rapportering og tilsyn 211
14.2.2 Åpenhet og forsvarlig gjennomføring av oppdraget 213
14.2.3 Gjeldende regulering og praksis 215
14.3 Utvalgets forslag om kommunikasjon og rapportering 217
14.3.1 Bankens kommunikasjon utad 217
14.3.2 Etikkrådets risikovurderinger og rapportering 218
14.4 Innsyn i Etikkrådets risikovurderinger 218
14.4.1 Utvalgets vurderinger 218
14.4.2 Nærmere om forslag til lovendringer 220
14.4.3 Sentralbankloven §§ 5-1 og 5-2 222
15 Forslag til retningslinjer 224
15.1 Innledning 224
15.2 Retningslinjenes rettslige karakter 226
15.3 Forslag til endringer i mandatet for forvaltningen av SPU 227
15.3.1 Relevante bestemmelser i mandatet 227
15.3.2 Instruks til et Etikkråd oppnevnt av Finansdepartementet 233
15.4 Merknader til bestemmelsene 235
15.4.1 Merknader til nye og endrede bestemmelser 235

16 Økonomiske og administrative konsekvenser 244

Del IV Bakgrunn 246

17 Generasjonsperspektivet – de første 30 årene 247

17.1 Opprettelsen av et petroleumsfond 247

17.2 Generasjonsperspektivet 249

17.2.1 En formue i bakken er omgjort til et synlig fond 249

17.2.2 Fordeling av formuen mellom generasjoner 249

17.2.3 Nærmere om gevinsten ved å spre investeringene 251

18 Nærmere om virkninger på avkastning og risiko ved å utelukke selskaper 254

18.1 Innledning 254

18.2 Antagelser i tidligere meldinger og utredninger 254

18.3 Forskning på finansielle effekter av utelukkelser 258

18.3.1 Virkninger for investorene 258

18.3.2 Virkninger for de utelukkede selskapene 259

18.4 Historiske utelukkelser fra fondet 261

18.4.1 Nærmere om reinvestering 269

18.5 Scenarioanalyse: utelukkelse av store selskaper 272

18.5.1 Utelukkelse av store enkeltselskaper 272

18.5.2 Utelukkelser basert på selskapslister 275

19 Selskapsrettslige rammer for forvaltningen av SPU 279

19.1 Innledning 279

19.2 Regulering av Norges Bank som minoritetsaksjonær i forvaltningen av SPU 279

19.2.1 Generelt om regulering av minoritetsaksjonærer 279

19.2.2 Norges Banks rettigheter som minoritetseier i forvaltningen av SPU 281

19.3 Norges Banks plikter som minoritetseier i forvaltningen av SPU 282

19.4 Begrensninger og hva Norges Bank i forvaltningen av SPU *ikke* er juridisk ansvarlig for som minoritetsaksjeeier 283
19.4.1 Norges Bank har ikke styringsmyndighet i selskapene 283
19.4.2 Norges Bank har ikke ansvar for selskapenes disposisjoner 283
19.4.3 Norges Bank har ikke rett til særbehandling eller innsideinformasjon 284
19.4.4 Norges Bank kan ikke blokkere beslutninger alene 284
19.5 Norges Bank som eier i unoterte realaktiva 284
20 Nærmere om gjeldende etiske rammeverk, organisering og gjennomføring 286
20.1 Innledning 286
20.2 Diskusjon av etiske retningslinjer for fondet før 2004 286
20.2.1 Nasjonalbudsjettet 1998 – regjeringen Jagland 286
20.2.2 Revidert nasjonalbudsjett 1999 – regjeringen Bondevik I 287
20.2.3 Revidert nasjonalbudsjett 2001 – regjeringen Stoltenberg I 288
20.2.4 Revidert nasjonalbudsjett 2002 – regjeringen Bondevik II 288
20.3 Etiske retningslinjer innført i 2004 289
20.4 Nærmere om omfang av observasjon og utelukkelser 292
20.4.1 Innledning 292
20.4.2 Omfang av selskaper som er utelukket og satt til observasjon 292
20.4.3 Utelukkelser etter de ulike kriteriene fordelt på år 294
20.4.4 Fra tilråding til beslutning 295
21 Etikkrådets arbeid 297
21.1 Innledning 297
21.2 Organisering 297
21.3 Arbeidsmetode 297
21.4 Nærmere om innhenting av informasjon 301
21.5 Etikkrådets praksis med observasjon av selskaper 302

22 Ansvarlig forvaltning....303
22.1 Innledning....303
22.2 Norges Banks ansvarlige forvaltning....304
22.2.1 Markedsnivå....305
22.2.2 Porteføljenivå....305
22.2.3 Selskapsnivå....305
22.3 Nærmere om risikoovervåkning....308
22.3.1 Løpende risikoovervåkning....308
22.3.2 Nærmere om risikobaserte nedsalg....312
22.4 Særskilt eierskapsutøvelse etter de etiske retningslinjene....313
22.5 Rapportering....315
22.6 Forskning på virkninger av eierskapsutøvelse....315
22.7 Endringer i rammebetingelser for eierskapsutøvelse....318
23 Utviklingen til de internasjonale kapitalmarkedene....322
23.1 Innledning....322
23.2 Fondet ble til i et gunstig tidsvindu....322
23.3 Fondets tidlige leveår....324
23.4 Bristende forutsetninger....324
23.5 Utviklingen siden 2022....325
23.6 Følger for markedsadgang og markedenes virkemåte....326
24 Endringer i handelsmønstre, verdikjeder og teknologi....327
24.1 Innledning....327
24.2 Økt globalisering og senere tilbakegang....327
24.2.1 Etterkrigstidens liberale handelsorden....327
24.2.2 Omstilling i både framvoksende økonomier og OECD-landene....328
24.2.3 Geopolitiske spenninger og fragmentering....328
24.3 Globale verdikjeder og digital handel....329

24.3.1 Verdikjedenes framvekst og struktur 329
24.3.2 Verdikjeden for globale digitale tjenester 331
24.4 Utviklingstrekk i teknologisektoren 332
24.4.1 Innledning 332
24.4.2 Utviklingen de siste årene 332
24.4.3 Utviklingstrekk framover 333
24.4.4 Nærmere om ulike kategorier teknologi og selskaper 334
25 Politisk utvikling ute og nasjonale interesser 339
25.1 Innledning 339
25.2 Utviklingstrekk etter 2022 340
25.2.1 Styresett videre i autokratisk retning 340
25.2.2 USAs rolle i en verden i endring 340
25.2.3 Sikkerhetspolitisk usikkerhet leder til vedvarende økte militærutgifter 341
25.2.4 Svekket internasjonalt samarbeid 341
25.2.5 Klimaendringer og grønt skifte i en energikrise 342
25.2.6 Teknologiselskaper blir maktfaktorer 342
25.2.7 Økt kontroll med handel og investeringer 343
25.2.8 Økt bruk av økonomiske sanksjoner 344
25.2.9 Statlig kontroll gjennom regulering og eierskap 344
26 Nærmere om tilpasninger ved situasjoner med krig og konflikt fram til nå 346
26.1 Innledning 346
26.2 Saker som er behandlet i situasjoner med krig og konflikt 346
26.2.1 Innledning 346
26.2.2 Nærmere om anvendelsen av § 4 bokstav b 346
26.2.3 Salg av våpen etter § 4 bokstav c og d 348

26.2.4 Andre særlig grove brudd på grunnleggende etiske normer, § 4 h 349

27 Ansvarlig forvaltning i andre fond....351

27.1 Innledning....351

27.2 Noen utviklingstrekk etter 2020....352

27.3 Mål for forvaltningen....354

27.4 Virkemidler for ansvarlig forvaltning....354

27.4.1 Eierskapsutøvelse....355

27.4.2 Utelukkelse av selskaper....355

27.5 Organisering av eierskapsarbeidet....361

27.6 Rapportering og offentliggjøring....361

28 Innspill fra organisasjoner og privatpersoner....368

28.1 Folkerettslig forankring av det etiske rammeverket....368

28.2 Politisk nøytralitet....373

28.3 Våpeninvesteringer og produktkriterier....374

28.4 Internasjonale sanksjonsregimer....377

28.5 Klima- og naturrisiko som systemisk risiko....377

28.6 Miljøhensyn....379

28.7 Folkehelse – alkohol....380

28.8 Dyrevelferd i fondets investeringer....380

28.9 Eierskap, eierskapsutøvelse og opptrapping av virkemiddelbruk....381

28.10 Organisering....382

28.11 Åpenhet, rapportering og legitimitet....383

Litteraturliste....386

Vedlegg....401

Vedlegg 1. The Legal Framework Governing State Responsibility for Financial Investments by the Government Pension Fund Global. Utredning av professor Christian J. Tams....402

Vedlegg 2. Viktige ord og uttrykk.....420

Viktige ord og uttrykk

Statens pensjonsfond utland og SPU

Statens pensjonsfond utland er statens sparing og har sitt utgangspunkt i inntekter fra salg av olje og gass fra den norske kontinentalsokkelen. Finansdepartementet har delegert oppgaven med å forvalte fondet til Norges Bank. Banken investerer midlene i eget navn.

Fondet er et kroneinnskudd i Norges Bank og ikke en egen juridisk enhet. Når det i teksten enkelte steder likevel kan framstå slik, er det gjort av hensyn til språklig forenkling.

SPU brukes som forkortelse for Statens pensjonsfond utland.

Ekspertrådet for Statens pensjonsfond utland

Ekspertrådet for Statens pensjonsfond utland ble oppnevnt av Finansdepartementet i 2025 for å gi råd og vurderinger til departementet om investeringsstrategien for fondet, rammeverket for ansvarlig forvaltning og oppfølgingen av Norges Bank.

Ansvarlig og etisk forvaltning

Gjennom ansvarlig forvaltning søker Norges Bank å fremme langsiktig verdiskaping i selskapene og å redusere risikoen for selskapers negative virkninger for mennesker, samfunn og miljø.

Etiske hensyn i forvaltningen ivaretas av Etikkrådets og bankens oppfølging av de etiske retningslinjene for fondet.

Utvalget legger vekt på at fondet fortsatt skal være en ansvarlig, finansiell investor. Utvalget foreslår framover å bruke ansvarlig forvaltning som en fellesbetegnelse som inkluderer etisk forvaltning.

Eierskapsutøvelse

Gjennom eierskapsutøvelse søker eiere å fremme sine interesser og forventninger til selskaper, blant annet gjennom dialog med selskaper og deltagelse og stemmegivning på selskapenes generalforsamling.

Utelukkelse og uttrekk av selskaper

Å utelukke eller å trekke ut et selskap på etisk grunnlag etter kriteriene i retningslinjene betyr at selskapet tas ut av fondet referanseindeks og investeringsunivers, se nedenfor.

Risiko

Risiko handler om usikkerhet rundt en forventet utvikling framover. Risiko sier noe om sannsynligheten for at en hendelse kan inntreffe og hvilke konsekvenser det vil ha, både i form av tap eller gevinst. Hvor stor risikoen er, vil dermed avhenge av både hvor sannsynlig det er at hendelsen vil inntreffe og store de mulige konsekvensene er. Noen typer risiko kan tallfestes, mens andre kan ikke det. Standardavvik er en vanlig måte å tallfeste risiko på.

Risikospredning (diversifisering)

Risikoen til en portefølje kan reduseres for gitt forventet avkastning ved å spre investeringene mellom ulike typer verdipapirer, markeder, sektorer, geografiske regioner. Porteføljen blir da mindre sårbar for endringer i verdiene til enkeltaksjer, bransjer eller markeder.

Referanseindeks

En indeks inneholder et sett med verdipapirer som er valgt ut på bakgrunn av bestemte kriterier. Når en indeks brukes som avkastningsmål for en bestemt portefølje med verdipapirer, kalles den en referanseindeks.

Investeringsunivers

De eiendeler, sektorer og land som forvalter av Statens pensjonsfond utland har anledning til å investere i. Investeringsuniverset omfatter flere verdipapirer enn referanseindeksene.

1 Sammendrag og utvalgets anbefalinger

1.1 Innledning

Utvalget legger med dette fram forslag slik at alle virkemidler i den ansvarlige forvaltningen for Statens pensjonsfond utland (SPU) raskt kan tas i bruk igjen. Deler av dette ble stilt i bero i november 2025 etter anmodning fra Stortinget. Et tydelig og godt forankret rammeverk for den ansvarlige forvaltningen bidrar til tillit og legitimitet til forvaltningen av fondet.

Vi bygger videre på det etiske grunnlaget i NOU 2003: 22 *Forvaltning for fremtiden* fra Graverutvalget. De grunnleggende prinsippene har stått seg over tid, samtidig som virkemidlene og institusjonene er blitt videreutviklet. Fondet har siden da blitt langt større og viktigere for norsk velferd og fondet er blitt mer synlig ute. Samtidig har Norges Bank vunnet erfaring og kompetanse i ansvarlig forvaltning. Etikkrådet har bidratt med uavhengige vurderinger av risiko for at selskaper medvirker til grove normbrudd. Utvalget tilrår å bygge videre på dette.

Det er etter utvalgets syn viktig å finne en god balanse mellom fondets to etiske forpliktelser. Forslag til retningslinjer legger til rette for det. Fondet skal være en ansvarlig, finansiell investor.

Fondet skal for det første bidra til velferd for både nålevende og senere generasjoner. Da rammeverket ble stilt i bero i fjor, la Stortinget til grunn at fondet «*skal være et bredt diversifisert, globalt fond med formål om å oppnå høyest mulig avkastning til akseptabel risiko. Rammeverket skal legge til rette for at formuen vokser og varer*.» Utvalget mener dette er et hensyn som bør tas inn i mandatet for forvaltningen.

Fondet skal samtidig søke å unngå å være investert i selskaper som det er en uakseptabel risiko for at medvirker til eller selv er ansvarlige for grove etiske normbrudd. Grove normbrudd gir en høy terskel. Utvalget foreslår at banken som en hovedregel skal søke å motvirke risikoen for slike normbrudd gjennom eierskapsutøvelse. Når Norges Bank som forvalter motvirker, og det er rimelige utsikter til at risikoen for grove normbrudd kan reduseres, er det også etisk forsvarlig å fortsatt eie aksjene. Fondets etiske prinsipper skal videreføres, men virkemiddelbruken skal tilpasses. Det skal tas høyde for at endring i adferd kan ta tid. Fører påvirkningen ikke fram, skal fondet ikke lenger være investert i selskapet med mindre uttrekk av selskapet kan true fondets mulighet til å forbli et bredt spredt, globalt fond.

Utvalget foreslår å videreføre et faglig uavhengig Etikkråd. Rådets arbeidsoppgaver foreslås endret. Vi legger fram to modeller for hvordan det kan organiseres; én der rådet oppnevnes av Norges Bank og én med fortsatt oppnevning av Finansdepartementet etter forslag fra Norges Bank. Etikkrådet skal fortsatt vurdere risikoen for at fondet er investert i selskaper som medvirker til grove normbrudd, men ikke tilrå virkemiddel. Banken har helhetsansvar og vurderer virkemidlene i den ansvarlige forvaltningen.

Utvalget legger vekt på at Norges Bank skal være forberedt når konflikt utvikler seg til krig, og utvalgets forslag legger til rette for at banken da skal kunne reagere raskt. Den skal forberede seg og øve på ulike forløp. Samtidig må saksbehandlingen være grundig.

Utvalget foreslår fortsatt å utelukke selskaper som produserer visse produkter (produktkriteriene). **Kjernevåpenkriteriet videreføres, men virkeområdet endres.** Fondet skal ikke være investert i selskaper som produserer kjernevåpen, med mindre selskapet er hjemmehørende i en stat som er kjernevåpenstat i henhold til ikkespredningsavtalen og som er alliert med Norge**.** Det betyr at flere europeiske og amerikanske selskaper som produserer komponenter til kjernevåpen, kan tas inn igjen i fondet. Den sikkerhetspolitiske situasjonen har endret seg, vi bygger opp forsvaret, beskyttelsen som gis av NATOs atomvåpenparaply, har fått økt betydning, og selskapene som tas inn igjen, produserer våpen som vi trenger for vår egen beskyttelse.

Retningslinjene er rettet mot selskaper, ikke stater. Eventuell kritikk av stater bør rettes av regjeringen gjennom diplomatiske kanaler, ikke av Etikkrådet eller Norges Bank. Det foreslås derfor å ta ut kriteriet som krever en eksplisitt vurdering av staters bruk av våpen i henhold til humanitærretten. Utvalget foreslår samtidig en utvidelse av kriteriet om salg av våpen eller militært materiell til stater underlagt omfattende sanksjoner til å gjelde alle stater der Norge er tilsluttet sanksjoner eller tiltak som begrenser salg av våpen til statens myndigheter, såkalt våpenembargo. Utvalget legger videre vekt på at krenkelser av individers rettigheter i krig allerede ivaretas av et annet kriterium.

Det skal etter utvalgets syn fortsatt være stor åpenhet om bankens og Etikkrådets arbeid i den ansvarlige forvaltningen. Form og tidspunkt for innsyn i vurderinger av enkeltselskaper bør tilpasses for ikke å svekke bankens muligheter til å ivareta begge de to etiske forpliktelsene.

Nedenfor omtales utvalgets forslag nærmere etter de ulike kapitlene i utredningen.

1.2 Utvalgets mandat

Utvalgets mandat er bredt. Retningslinjer og mandat skal vurderes i lys av vidtrekkende endringer i global politikk og økonomi, se også avsnitt 1.5 nedenfor.

Mandatet og utvalgets tolkning av dette er omtalt i kapittel 2.

1.3 To etiske forpliktelser

Grunnlaget for det etiske rammeverket for SPU ble som nevnt lagt av Graverutvalget som la fram sin rapport i 2003, jf. NOU 2003: 22 *Forvaltning for fremtiden*. Graverutvalget løftet fram to etiske forpliktelser for fondet. Forvaltningen skal for det første søke å oppnå høyest mulig avkastning med en akseptabel risiko til nytte for nålevende og framtidige generasjoner. Samtidig skal forvaltningen unngå å være investert i selskaper som det er en uakseptabel risiko for at medvirker til eller selv er ansvarlige for grove normbrudd.

Å ivareta velferd for nålevende og framtidige generasjoner

Et fond med en portefølje spredt til mange land og selskaper gir høyere avkastning for den risikoen mandatet angir at fondet skal ta. Vi vet ikke i dag hvor veksten vil bli høy i framtiden, hvilke land som vil rammes av konflikter og krig, hvilke selskaper som vil bli vinnere og hvilke som vil forsvinne. Ved å spre investeringene reduseres risikoen mot enkeltmarkeder og enkeltselskaper. Samtidig øker sannsynligheten for at fondet vil være investert der det blir høy lønnsomhet og vekst.

Som en langsiktig investor med investeringer som er spredt til nær 70 land og i over 7 000 selskaper, vil fondets avkastning på lang sikt avhenge av en bærekraftig utvikling i verden, både økonomisk og for mennesker, samfunn og miljø.

SPU er også avhengig av velfungerende internasjonale finansmarkeder for å spre risiko. Dagens investeringsstrategi med bred spredning til en rekke land ville ikke vært mulig uten åpenhet, forutsigbare rammer og tilgang til finansmarkedene på samme vilkår som andre investorer.

Slik tilgang til markeder var ikke vanlig for bare kort tid tilbake og kan ikke tas for gitt. Aksjemarkedene kan rammes av geopolitiske spenninger og en mer fragmentert verden, økt bruk av virkemidler som toll, kildeskatt, finansielle sanksjoner eller andre inngrep mot selskaper for å oppnå politiske eller økonomiske mål. Økt proteksjonisme kan spille over på den frie markedsadgangen for investorer som SPU.

Den etiske forpliktelsen for nålevende og kommende generasjoner er nærmere omtalt i kapittel 4.

Å unngå å være investert i selskaper som det er en uakseptabel risiko for at medvirker til eller selv er ansvarlige for grove normbrudd

Det etiske rammeverket bør fortsatt bygge på internasjonale konvensjoner og standarder om menneskerettigheter og miljø mv. som Norge har sluttet opp om. Graverutvalget beskrev dette som «*de stabile hovedlinjer*» og verdier som det er bred enighet om i Norge. Graverutvalget pekte også på at en forankring i konvensjoner bidrar til å konkretisere «*internasjonal konsensus med hensyn til minstekrav som bør stilles til respekt for grunnleggende rettigheter overalt i verden*». Utvalget mener at dette fortsatt er et egnet utgangspunkt. Konvensjoner for beskyttelse av menneskerettighetene, humanitærretten og miljøet er her sentrale eksempler.

Det etiske rammeverket bygger dermed i utgangspunktet på normer som det er bred oppslutning om hjemme og ute. Tillit til fondet hjemme hviler på en slik bred enighet. Ved å forankre retningslinjene i konvensjoner vil rammeverket også lettere bli forstått i de markedene og landene der fondet er investert.

Disse regelverkene er ikke rettslig bindende for SPU, og eier og forvalter av fondet har ikke et rettslig ansvar for selskapenes adferd. Det kan likevel av etiske grunner være ønskelig at SPU ikke er investert i selskaper der det er en uakseptabel risiko for at de medvirker til eller selv er ansvarlige for grove normbrudd. Dette hensynet kan ivaretas på to måter: Norges

Bank kan søke å motvirke risikoen for normbrudd gjennom eierskapsutøvelse, eller banken kan utelukke selskap der det ikke er utsikter til at eierskapsutøvelse vil føre fram. OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper og FNs veiledende prinsipper for næringsliv og menneskerettighetene (UNGP) bidrar til å oversette flere av de temaene som konvensjonene omhandler, til praktisk anvendbare etiske normer for selskaper og investorer. Investorer skal vise aktsomhet og fremme respekt for menneskerettigheter, samfunn og miljø. Bruken av virkemidler skal samtidig tilpasses egne særtrekk og behov.

SPU har likhetstrekk med andre fond, men er også forskjellig. Viktige forskjeller fra mange andre er at SPU er statlig eid, større enn de fleste og investert i flere selskaper. De etiske prinsippene står fast, og selskaper skal vurderes etter den samme etiske standarden. Ved valg av virkemiddel innebærer statens eierskap at Norges Bank som forvalter blant annet bør være oppmerksom på risikoen for at banken kan oppfattes å være en politisk aktør som opptrer på vegne av den norske regjeringen.

Det etiske normgrunnlaget er nærmere drøftet i kapittel 5 og OECDs og FNs rammeverk i kapittel 6.

1.4 Folkerettens betydning for forvaltningen

Norge skal ivareta sine folkerettslige forpliktelser. Det gjelder også i forvaltningen av SPU. Folkerettens krav til forvaltningen er derfor et sentralt grunnlag for det etiske rammeverket.

Staten kan holdes folkerettslig ansvarlig for SPUs investeringer. Staten hefter imidlertid ikke for handlingene til selskaper fondet er investert i. Folkeretten anerkjenner skillet mellom stat og selskap, og staten er bare ansvarlig for handlingene til statens organer. Norge er derfor bare folkerettslig ansvarlig for investeringer i SPU dersom investeringen i seg selv er i strid med en forpliktelse Norge har etter folkeretten.

De etiske retningslinjene overlapper på flere punkter med folkerettslige vurderingstemaer. Kriteriene går her betydelig lenger enn det folkeretten krever.

Norges folkerettslige forpliktelser er nærmere drøftet i kapittel 7.

1.5 Nye utviklingstrekk

Flere utviklingstrekk tilsier at det etiske rammeverket for fondet vurderes på ny nå. Fondets verdi har økt mye og bidrar i dag vesentlig til finansieringen av norsk velferd. Forventinger til ansvarlig næringsliv og kapitalforvaltning har endret seg. Norges Banks arbeid med ansvarlig forvaltning er bygget opp med gode systemer for å overvåke og håndtere bærekraftsrisiko i selskapene. Ansvarlig forvaltning er i dag en integrert del av bankens samlede forvaltning. Fondets størrelse og utbredelse gir bedre tilgang til selskapsledelse og styre enn det fondet hadde i 2003. Til sammen gir dette andre muligheter for å identifisere og følge opp selskaper enn for noen år tilbake. I en tid med en mer krevende politisk situasjon ute gir dette muligheter som forvaltningen bør dra nytte av.

Mens noen utviklingstrekk er strukturelle og varige, kan andre være forbigående. Det er fortsatt usikkert hvor dyptgripende og varige enkelte endringer vil bli. En eier og forvalter av et fond som er investert over hele verden, må forholde seg til endringene:

- Den liberale, regelbaserte verdensordenen er i tilbakegang. Økonomisk politikk brukes i økende grad som utenrikspolitisk virkemiddel. Samarbeid mellom land har over de siste årene blitt mer transaksjonelt og forhandlingspreget.
- Andre myndigheter vil lettere oppfatte etisk begrunnede utelukkelser som politikk fra den norske regjeringen. Fondets størrelse og synlighet og en politisk mer krevende verden bidrar til det. Det er kommet reaksjoner og trusler om mottiltak. Eventuelle mottiltak kan ramme fondet og andre norske interesser.
- Risikoen for mottiltak kan også ses i lys av at statsfinansene er blitt enda mer presset i mange land. Statsgjelden økte kraftig i kjølvannet av finanskrisen i 2008 og under pandemien i 2020. I dag fører oppbyggingen av forsvaret til ytterligere gjeldsopptak. Høy statsgjeld kan sette økonomisk stabilitet i land i fare, men også gi insentiv til å søke et inntektsgrunnlag for staten i utenlandske investorers rente- og utbytteinntekter.
- Sikkerhetspolitisk er situasjonen mer spent. Stormaktrivaliseringen har spisset seg til ytterligere. Økte investeringer i forsvar prioriteres både i Norge og hos våre allierte, og våpenindustrien vokser.
- Energisikkerhet er blitt viktigere. Energisikkerhet er ifølge Det internasjonale energibyrået (IEA) også et nasjonalt sikkerhetsspørsmål. Russlands krig mot Ukraina, krig i Midtøsten og nedstenging av kjernekraft har her bidratt.
- Aksjemarkedet er preget av økt konsentrasjon med noen svært store teknologiselskaper. Teknologisk innovasjon særlig innen digitale plattformer og kunstig intelligens (KI) har bidratt. Det gjør fondets avkastning og risiko mer avhengig av, men også mer sårbar for, utviklingen til enkeltselskaper.
- Selv om det fortsatt er oppslutning om normgrunnlaget som det etiske rammeverket bygger på, er det under press flere steder. Rammebetingelsene for å drive eierskap i blant annet USA er strammet til.

Det etiske rammeverket bør vurderes i lys av nye utfordringer og nye muligheter, jf. kapittel 3.

1.6 Avveiinger av etiske hensyn

Utvalgets forslag skal etter mandatet «*sikre en god balanse mellom viktige hensyn*». Fondets to etiske forpliktelser er her viktige. Utvalget har i forslag til rammeverk lagt vekt på at begge de to etiske forpliktelsene skal ivaretas.

De to etiske forpliktelsene vil i mange situasjoner trekke i samme retning. For et bredt investert fond som SPU vil avkastningen på lang sikt være avhengig av en bærekraftig utvikling.

Terskelen for å utelukke et selskap er høy. Det reduserer risikoen for at bankens beslutninger skal føre til at fondet ikke forblir et bredt spredt, globalt fond.

Den høye terskelen har bidratt til at virkningen av utelukkelser etter adferdskriteriene på fondets avkastnings- og risikoegenskaper har vært begrenset fram til nå. De samlede utelukkelsene utgjør likevel over tre prosent av markedsverdien til referanseindeksen. Det påvirker i noen grad fondets avkastnings- og risikoegenskaper.

Også den økte konsentrasjonen i aksjemarkedene og en politisk mer uforutsigbar verden har økt risikoen for at de etiske forpliktelsene kan komme i konflikt. Fondets avkastning og risiko er i dag i større grad avhengig av utviklingen til enkeltselskaper og -sektorer enn før. Eventuelle salg av store selskaper ville kunne føre til at fondet utvikler seg vesentlig annerledes enn det brede markedet. Men også utelukkelse av mange mindre selskaper vil kunne ha stor virkning på fondet. Hensynet til spredning av risiko kan derfor måtte bli tillagt avgjørende vekt i noen tilfeller. Det betyr ikke at vurderingene av alvoret av normbruddet endres, men at virkemiddelbruken tilpasses.

Utvalget er bedt om å vurdere «*om og eventuelt hvordan det er relevant å se hen til hensynet til Norges bredere interesser*». Utvalget forstår dette som norske interesser som kan utfordres av bankens ansvarlige forvaltning, herunder uttrekk av selskaper. Uttrekk, og kommunikasjon om disse, vil kunne øke risikoen for reaksjoner og mottiltak. Tiltak kan ramme fondets frie adgang til kapitalmarkeder og dermed spredningen av risiko i fondet, eller norsk handel og sikkerhet. Det er på forhånd usikkert hvor eventuelle tiltak vil kunne ramme.

Selskaper skal behandles etter samme etiske standard, og avveiinger mellom viktige hensyn bør først og fremst gjøres ved valg av virkemidler, se nærmere omtale i kapittel 8.

1.7 Ansvarlig forvaltning

Den ansvarlige forvaltningen i banken er blitt utviklet og styrket over tid. Mulighetene til å motvirke risiko for grove etiske normbrudd gjennom eierskapsutøvelse er derfor i utgangspunktet bedre i dag enn da Graverutvalget la grunnlaget for rammeverket i 2003. Norges Bank har nå her bred erfaring og kompetanse.

Norges Bank arbeider for å bidra til utvikling av markedsstandarder, reguleringer og bransjeinitiativ. Banken utgir forventningsdokumenter og arbeider med enkeltselskaper gjennom dialog og ved å stemme på generalforsamlinger. Fondet er blitt langt større, det har eierposter i flere selskaper og eierandelene har økt. Det gir bedre tilgang til selskapenes ledelse og styre. Banken er aktiv med stemmegiving på selskapenes generalforsamlinger.

Utvalget tilrår at banken som en hovedregel først skal prøve eierskapsutøvelse for å motvirke risikoen for grove normbrudd i selskapene. Eierskapsutøvelse skal være langsiktig og standhaftig. Det skal dermed tas høyde for at endringer i adferd kan ta tid. Etikkrådet bør fortsatt overvåke porteføljen og vurdere risikoen for at selskapene medvirker til eller selv er ansvarlige for grove normbrudd. Etikkrådet skal etter utvalgets forslag legge fram sine risikovurderinger for banken, men ikke tilrå virkemiddel. Dette er en endring fra de tidligere retningslinjene. Norges Bank velger hvilke virkemidler som er best egnet i oppfølgingen.

Det er viktig for Norges Banks innflytelse i dialogen med selskaper at selskapene oppfatter Norges Bank som en konstruktiv ansvarlig, finansiell investor. Denne tilliten er bygget opp over tid. Eierskapsutøvelsen bør bygge videre på denne praksisen.

Norges Banks arbeid må også bygge på realistiske ambisjoner og forventninger om hva som kan oppnås. Bankens ansvarlige forvaltning er omtalt nærmere i kapittel 9.

1.8 Produktkriterier og fondets investeringer i forsvarsindustrien

Utvalget anbefaler at det produktbaserte kriteriet fortsatt skal omfatte selskaper som produserer *våpentyper som er forbudt*, enten å bruke eller også å utvikle, produsere og besitte for samtlige parter i henhold til avtaler som Norge er part til. Det omfatter blant annet antipersonell landminer og klasevåpen.

Utvalget foreslår også at *kjernevåpenkriteriet* videreføres, men med endret virkeområde. Kjernevåpen har potensiale til å skape store ødeleggelser. Enhver bruk av kjernevåpen vil ramme sivile hardt. Norge arbeider derfor for gjensidig kjernefysisk nedrustning innenfor rammen av ikkespredningsavtalen. Norge støtter ikke ensidig nedrustning som undergraver NATOs kollektive forsvar.

Flere av forutsetningene som lå til grunn for innføringen av kriteriet har endret seg siden 2003. Den sikkerhetspolitiske situasjonen er grunnleggende endret. Det er igjen krig i Europa. Russland er villig til å bruke militær makt, med store tap, for å nå politiske mål. Trusselbildet omfatter nå også sammensatte trusler i det fysiske og digitale domenet. Norge har i denne situasjonen videreført og til dels forsterket en sikkerhetspolitisk linje som i siste instans bygger på kjernefysisk avskrekking. Norge sluttet seg *ikke* til traktaten om forbud mot kjernevåpen som trådte i kraft i 2021. Regjeringen viste i begrunnelsen blant annet til at avtalen ikke er forenelig med NATOs kjernefysiske strategi. Sammen med andre nordiske land sluttet Norge seg til franskledede initiativer på det kjernefysiske området. Oppslutningen om NATO i Norge er sterk.

Forsvarsindustrien har videre endret karakter siden begynnelsen av 2000-tallet. Mens Graverutvalget la til grunn at slike våpen i liten grad produseres i børsnoterte selskaper og at det trolig ville være svært få selskaper som ville bli utelukket, er ikke det tilfellet i dag. I praksis er mange store, vestlige forsvarsselskaper utelukket fra fondets investeringer, også selskaper som produserer konvensjonelle våpen som Norge selv har behov for og kjøper for vår egen beskyttelse. Grensedragningen mot leveringsplattformer og støttesystemer har blitt stadig vanskeligere.

Disse momentene taler etter utvalgets syn for at virkeområdet til kjernevåpenkriteriet bør endres. Ikkespredningsavtalen bør ligge til grunn for kriteriet. Samtidig er det grunn til å skille mellom kjernevåpenprodusenter som er hjemmehørende i stater som er allierte av Norge, og kjernevåpenprodusenter som er hjemmehørende i andre stater. Konkret foreslår utvalget at virkeområdet endres til å bare omfatte selskaper som er hjemmehørende i en stat som ikke er kjernevåpenstat i henhold til ikkespredningsavtalen og som ikke er blant Norges allierte. Med alliert menes stater som er medlem av NATO.

Endringen innebærer at flere våpenprodusenter hjemmehørende i USA, Frankrike og Storbritannia ikke lenger vil omfattes av kriteriet og tas inn igjen i fondet.

Forslaget har en etisk begrunnelse. I en mer usikker verden har Norge behov for å beskytte folk og territorium og er avhengig av våre alliertes atomvåpenparaply.

Utvalget foreslår å videreføre produktkriteriene for kull, tobakk og cannabis. Banken bør også for produktkriteriene kunne vurdere eierskapsutøvelse.

Produktkriteriene i retningslinjene er nærmere omtalt i kapittel 10.

1.9 De adferdsbaserte kriteriene

Fondet skal ungå å være investert i selskaper som det er en uakseptabel risiko for at medvirker til eller selv er ansvarlige for grove normbrudd. Dette reiser to spørsmål som etter utvalgets syn skal vurderes hver for seg. Det ene er om det foreligger en uakseptabel risiko for grove normbrudd. Det andre er om selskapet fondet eier i, medvirker.

Terskelen for utelukkelser skal være høy. Det skal blant annet legges vekt på normbruddets alvor og omfang, forbindelsen mellom normbruddet og selskapet fondet er investert i og sannsynligheten for framtidige normbrudd. Det skal også legges vekt på om selskapet bidrar til avbøtende tiltak overfor dem som rammes eller tidligere har blitt rammet av selskapets adferd. Selskapers salg av generiske produkter skal normalt ikke omfattes av kriteriene. Kjøpers bruk av produktene, her kunde i første ledd, er som oftest utenfor selgers kontroll.

Å medvirke til normbrudd handler om normbrudd som selskapet selv forårsaker eller som skjer i for eksempel datterselskaper eller hos leverandører som selskapet har stor innflytelse på. Lengre ute i verdikjeden bør en være varsom med å tillegge selskaper et etisk ansvar for medvirkning til normbrudd.

Ved valg av virkemiddel «skal» Norges Bank, ikke «kan» som tidligere, her blant annet vurdere bredden i selskapets virksomhet og selskapets vilje til endring. Etiske normbrudd kan utgjøre bare en liten del av selskapets samlede virksomhet. Overfor slike selskaper kan eierskapsutøvelse ha større gjennomslagskraft. Det gjelder også når selskapet ellers i det vesentlige følger standardene og har gode styringssystemer og viser aktsomhet.

Etikkrådet har tidligere gitt tilråding om å trekke ut selskaper eller å sette dem til observasjon av rådet. Etikkrådet skal framover vurdere risiko ved selskaper, men ikke tilrå virkemiddel. Banken skal som en hovedregel følge opp selskapene ved først å prøve eierskapsutøvelse. Alternativet med å sette selskapet til observasjon faller da bort. De selskapene som i dag er under observasjon, bør framover følges opp i eierskapsutøvelsen.

Adferdskriteriene er omtalt i kapittel 11. Kriteriene som omhandler individers rettigheter i krig og salg av våpen, er omtalt nedenfor og i kapittel 12.

1.10 Aktsomhet og rask respons ved krig og konflikt

Folkerettens regler om væpnet konflikt skiller mellom *reglene for å gå til krig* og *reglene i krig*. De etiske retningslinjene handler ikke om *reglene for å gå til krig* er fulgt eller ikke,

men *hvordan kriger føres*. Retningslinjene er rettet mot selskapers rolle i staters brudd på folkerettens regler for krigføring, som også kalles humanitærretten.

Et bakteppe for at utvalget ble oppnevnt, var hvordan Israels folkerettsstridige krigføring i Gaza ble håndtert i forvaltningen av SPU. Samtidig kan framtidige konflikter oppstå i andre land og fortone seg annerledes enn de vi har erfart hittil. Nye situasjoner kan derfor også kreve andre type tiltak.

Norges Bank skal ha økt aktsomhet i situasjoner med krig og konflikt. Nødvendige forholdsregler og tiltak skal iverksettes raskt. Evnen til å reagere raskt vil i stor grad bero på bankens forberedelser.

Risikoovervåkingen er styrket over tid. Bruk av kunstig intelligens (KI) har bidratt til bedre oversikt over selskapenes virksomhet og til styrket aktsomhet. Norges Bank bør legge vekt på å analysere mulige utviklingsforløp (scenarier) og øve. Banken og Etikkrådet må ha tilstrekkelig kompetanse internt og trekke på relevant ekstern ekspertise blant annet om humanitærrett, våpentyper, krigføring og teknologi.

Forløpene av konflikt og krig er komplekse og uoversiktlige. Også i slike situasjoner bør eventuelle uttrekk behandles grundig og for de fleste sakene i to trinn; først i Etikkrådet og deretter med endelig vurdering, avveiing og vedtak i Norges Bank. Rask respons betyr ikke nødvendigvis at selskaper skal utelukkes.

Kriteriet i § 4 c om «*salg av våpen til stater i væpnede konflikter som benytter våpnene på måter som utgjør alvorlige og systematiske brudd på folkerettens regler for stridighetene*», ble innført i 2021. Kriteriet ber eksplisitt om at staters adferd skal vurderes. Det krever en vurdering av både eksport- og importlandet. Utvalget mener at det ikke tilligger verken Norges Bank eller Etikkrådet å vurdere en annen stats adferd. Slike vurderinger bør forbeholdes ordinære diplomatiske kanaler fra norske myndigheter. Det vil trolig også være mest effektivt. Verken banken eller Etikkrådet skal drive utenrikspolitikk. Utvalget viser også til at at individers rettigheter i krig ivaretas gjennom § 4 b om *«alvorlige krenkelser av individers rettigheter i krig eller konfliktsituasjoner»*. Her vil risikoen for selskapers medvirkning fortsatt bli vurdert. Utvalget foreslår derfor å ta bort § 4 c. Samtidig foreslår utvalget å utvide § 4 d om salg av våpen eller militært materiell til land det er sanksjoner mot som Norge har sluttet opp om. Listen av land bør omfatte alle land det er såkalt våpenembargo mot.

Økt aktsomhet når selskaper fondet er investert i har virksomhet i områder med krig og konflikt er nærmere omtalt i kapittel 12.

1.11 Organisering

Utvalget tilrår å ha et faglig uavhengig etikkråd også framover. Rådet skal bidra med ekstern ekspertise og råd som banken kan bygge sine vurderinger på. Det har verdi å ha et eget organ som bare vurderer de etiske sidene ved selskapers adferd.

Etikkrådet skal, etter utvalgets forslag, vurdere og gi råd om risikoen for at selskaper SPU har eierandeler i, medvirker til eller selv er ansvarlige for grove normbrudd, men ikke valg av

virkemidler. Rådet bør i tillegg vurdere bransjer eller tematiske risikoområder som er særlig krevende. Etikkrådet bør dessuten kunne bistå banken med å forberede hvordan den skal stille seg til selskaper i porteføljen i situasjoner med krig og konflikt.

Etikkrådet skal som i dag vurdere selskapene etter kriterier i de retningslinjer som vil foreligge. Etikkrådet innhenter informasjon om selskaper for egne analyser og gir selskapene anledning til å kommentere. Norges Bank kan ta initiativ overfor Etikkrådet for å få vurdert risikoen for normbrudd i selskaper eller sektorer SPU er investert i.

Utvalget anbefaler at valg av virkemidler overlates til banken. Banken må, blant annet på grunnlag av risikovurderinger fra Etikkrådet, selv vurdere hvilke virkemidler som er egnet og veie ulike hensyn opp mot hverandre.

Utvalget foreslår å samle retningslinjene for forvaltningen av SPU i bankens mandat, og ikke ha to separate som nå. Norges Bank har ansvar for alle vedtak og begrunnelsen for dem. Banken og Etikkrådet kan komme til å tolke retningslinjene ulikt, for eksempel om synet på hva som er grovt etter retningslinjene og hva som er medvirkning. Det skal banken i så fall gjøre rede for i sin årsberetning. Da kan Finansdepartementet avklare hvilken tolkning som skal gjelde.

Etikkrådet oppnevnes i dag av Finansdepartementet etter innstilling fra Norges Bank. En annen mulig modell vil være at det er Norges Bank som oppnevner rådet. Begge disse to alternativene kan ivareta hensyn som er viktige for rammeverket. Etikkrådets sammensetning og oppgaver trenger ikke påvirkes av hvilken modell som velges.

Organisering er nærmere omtalt i kapittel 13.

1.12 Åpenhet og rapportering

Det skal være åpenhet og god rapportering i forvaltningen av SPU. Åpenhet er avgjørende for å bevare tillit til fondet i befolkningen. Åpenhet kan gi insentiver til effektiv drift og bidra til å skape en sunn kultur og et arbeid med høy kvalitet. Åpenheten må være innenfor forsvarlige rammer.

Utvalget er spesielt bedt om å vurdere om tilrådingene om observasjon og utelukkelse av selskaper fra fondet fortsatt bør offentliggjøres.

Utvalget foreslår at Norges Bank framover som en hovedregel først skal prøve eierskapsutøvelse for å motvirke grove normbrudd. Fortrolighet og tillit hos selskapene vil da kunne være avgjørende for å nå fram til dem. Hvis Etikkrådets risikovurderinger offentliggjøres tidlig i en slik prosess, vil fortroligheten og sannsynligvis også tilliten ikke lenger være til stede. Mulighetene til å nå fram med eierskapsutøvelse vil da reduseres. I en politisk krevende verden vil offentliggjøring også kunne innebære en risiko for reaksjoner og mottiltak mot fondet.

Utvalget foreslår derfor at Etikkrådets risikovurderinger til banken skal kunne unntas fra innsyn hvis banken mener det er vesentlig for bankens gjennomføring av forvaltningsoppdraget eller det kan være til skade for fondets økonomiske interesser.

Norges Bank skal, som i dag, rapportere om sin ansvarlige forvaltning. Banken bør opplyse om sitt arbeid opp mot standardsettere, bransjeinitiativ, eierskapsutøvelse og aktsomhetsvurderinger. Når selskaper utelukkes, skal beslutning og begrunnelse offentliggjøres. Form og tidspunkt for slike opplysninger bør som nevnt balanseres mot andre hensyn i bankens samlede forvaltning.

Departementet bør vurdere bankens forvaltning og rapportere til Stortinget om sitt syn på blant annet bankens avveiinger. Finansdepartementets vurderinger av det etiske rammeverket og Norges Banks skjønnsutøvelse og avveiinger bør framgå av de årlige stortingsmeldingene om fondet. Banken kan her også trekke på Ekspertrådet for fondet.

Åpenhet og rapportering er omtalt i kapittel 14.

2 Utvalgets mandat, sammensetning og arbeid

2.1 Mandat og sammensetning

Ved kongelig resolusjon 7. november 2025 satte regjeringen Støre ned et utvalg som fikk i oppgave å vurdere det etiske rammeverket for Statens pensjonsfond utland (SPU). Utvalget ble gitt følgende mandat:

«1. Bakgrunn

Formål og styringsstruktur

I henhold til lov om Statens pensjonsfond § 1 er formålet med sparingen i Statens pensjonsfond å støtte opp under finansieringen av folketrygdens pensjonsutgifter. Sparingen skal ivareta langsiktige hensyn ved anvendelse av statens petroleumsinntekter slik at petroleumsformuen kommer både dagens og fremtidige generasjoner til gode.

Av loven § 2 følger det at målet med investeringene i pensjonsfondet skal være å oppnå høyest mulig avkastning med en akseptabel risiko. Innenfor denne rammen skal fondet forvaltes ansvarlig.

Det følger videre av § 3 at det er Finansdepartementet som har ansvar for forvaltningen av Statens pensjonsfond utland (SPU). Oppgaven med å forvalte fondet i det daglige er lagt til Norges Bank, innenfor et mandat fastsatt av Finansdepartementet. Det er her en arbeidsdeling som innebærer armlengdes avstand fra departementet og ned til beslutninger om enkeltselskaper.

Investeringsstrategi

Finansdepartementet har fastsatt en investeringsstrategi for SPU som uttrykkes gjennom en referanseindeks og rammer for forvaltningen. Referanseindeksen består av 70 prosent aksjer og 30 prosent obligasjoner. Delindeksene for henholdsvis aksjer og obligasjoner tar utgangspunkt i brede globale indekser fra ledende internasjonale indeksleverandører. Selskaper som utelukkes etter retningslinjene for observasjon og utelukkelse, tas ut av referanseindeksen.

Finansdepartementet har i mandatet åpnet for at Norges Bank kan avvike fra referanseindeksen, men innenfor en begrenset ramme. I praksis er fondet et stort, indeksnært fond.

Norges Banks arbeid med ansvarlig forvaltning

Ansvarlig forvaltning er en integrert del av Norges Banks forvaltning og skal støtte opp under målet om høyest mulig avkastning med akseptabel risiko. Mandatet fra Finansdepartementet stiller krav om at Norges Bank skal fastsette prinsipper for ansvarlig forvaltning i tråd med internasjonalt anerkjente standarder, blant annet fra FN og OECD. Disse innebærer at det stilles krav til selskapers aktsomhet for å unngå at de forårsaker eller bidrar til negativ

påvirkning på mennesker, miljø og samfunn. Norges Bank rapporterer årlig om den ansvarlige forvaltningen i en egen publikasjon.

Norges Bank har utformet forventninger til selskapene fondet er investert i. Blant annet skal de styres effektivt, respektere eierrettigheter og ta hensyn til miljøet og samfunnet rundt seg. Banken har dialog med selskapene og stemmer på generalforsamlinger i tråd med sine uttrykte forventninger. I tillegg overvåker Norges Bank den løpende risikoen i fondet. Det gjelder også selskaper med virksomhet i krig- og konfliktområder, der det skal utvises særskilt aktsomhet.

Norges Bank kan innenfor sitt mandat selge seg ut av selskaper dersom banken vurderer at det kan redusere risikoen for fondet. Slike nedsalg har vært benyttet for relativt små investeringer der banken har avdekket at selskapene ikke opptrer i tråd med forventningene og anser andre virkemidler som uegnet. Som for resten av den ansvarlige forvaltningen, er slike nedsalg motivert av å oppnå høyest mulig avkastning til en akseptabel risiko.

Arbeidet med retningslinjene for observasjon og utelukkelse av selskaper

Finansdepartementet har også fastsatt retningslinjer for observasjon og utelukkelse av selskaper fra fondet. Disse er i lys av Stortingets vedtak 4. november 2025 opphevet og erstattet av midlertidige retningslinjer i påvente av at det etiske rammeverket for fondet gjennomgås, se nedenfor.

Retningslinjene §§ 3 og 4 beskriver de produktbaserte og atferdsbaserte kriteriene selskaper skal vurderes etter:

− Etter de produktbaserte kriteriene er selskaper som selv eller gjennom enheter de kontrollerer, produserer tobakk, tobakksvarer og cannabis til rusformål, eller som utvikler eller produserer visse typer våpen eller sentrale komponenter til disse, blitt utelukket fra fondet. I tillegg er kraft- og gruveselskaper som baserer en vesentlig del av sin virksomhet på termisk kull, eller der slik virksomhet i absolutt forstand er svært stor, blitt utelukket.

− Etter de atferdsbaserte kriteriene er observasjon eller utelukkelse blitt besluttet for blant annet selskaper der det har vært en uakseptabel risiko for at selskapet har medvirket til eller selv har vært ansvarlig for «grove eller systematiske krenkelser av menneskerettighetene», «alvorlige krenkelser av individers rettigheter i krig og konflikt» eller for «salg av våpen til stater i væpnede konflikter som benytter våpnene på måter som utgjør alvorlige og systematiske brudd på folkerettens regler for stridighetene». Det er også kriterier som omhandler alvorlig miljøskade, klima, korrupsjon eller andre grove brudd på grunnleggende etiske normer.

Retningslinjene for observasjon og utelukkelse av selskaper har fungert som en etterkontroll av investeringer. Dersom Etikkrådet har avdekket at fondet har vært investert i selskaper som bryter med retningslinjene, har rådet gitt tilråding til Norges Bank. Bankens hovedstyre har besluttet i slike saker. Mens Etikkrådet har anbefalt enten observasjon eller utelukkelse, skulle Norges Bank før banken fattet beslutning, vurdere om særskilt eierskapsutøvelse kunne være et mer egnet virkemiddel. Beslutningene og tilrådingene er blitt fulgt av mange andre investorer og fått bred internasjonal oppmerksomhet.

Kriteriene i §§ 3 og 4 videreføres i de midlertidige retningslinjene, men tilrådinger og beslutninger om observasjon og utelukkelse, stilles i bero. Det betyr at Etikkrådet i den midlertidige ordningen fortsatt skal overvåke selskapene fondet er investert i med sikte på å

identifisere om selskaper medvirker til eller selv er ansvarlige for produksjon eller atferd omfattet av produkt- og atferdskriteriene. Etikkrådet skal ikke sende tilrådinger om observasjon og utelukkelse til Norges Bank i denne perioden, men informere banken om selskaper for vurdering av bruk av eierskapsutøvelse. Etikkrådet kan innhente nødvendig informasjon på fritt grunnlag, sørge for at saken er godt opplyst og gi informasjon til banken. Norges Bank skal følge opp selskaper gjennom eierskapsutøvelse. Slik eierskapsutøvelse kan innebære dialog med selskapene, stemmegivning på generalforsamlinger og eventuelle nedsalg innenfor Norges Banks mandat. Etikkrådet og Norges Bank er blitt informert om endringene i brev 7. november 2025.

Etikkrådets medlemmer er oppnevnt av Finansdepartementet etter innstilling fra Norges Bank. Rådet er administrativt underlagt Finansdepartementet, men det er faglig uavhengig fra departementet og fra Norges Bank. Etikkrådet støttes av et sekretariat.

<u>Utviklingstrekk</u>

Da Statens petroleumsfond ble opprettet i 1990, var formålet å «underbygge de langsiktige hensyn ved anvendelse av petroleumsinntekter». Slike langsiktige hensyn omhandler blant annet at petroleumsformuen skal komme både dagens og fremtidige generasjoner til gode, slik dette ble presisert i lov om Statens pensjonsfond i 2019.

Da retningslinjene for observasjon og utelukkelse for fondet ble innført i 2004, ble hensynet til fremtidige generasjoner definert som én av to etiske forpliktelser for fondet. Denne forpliktelsen ivaretas av fondets formål og mål for forvaltningen, jf. §§ 1 og 2 i pensjonsfondsloven. Den andre av fondets to etiske forpliktelser er å unngå at fondet er investert i selskaper som forårsaker eller medvirker til alvorlige krenkelser av grunnleggende etiske normer. Denne forpliktelsen er ivaretatt gjennom retningslinjene for observasjon og utelukkelse av selskaper.

Retningslinjer for observasjon og utelukkelse ble innført på bakgrunn av Graverutvalgets utredning NOU 2003: 22 Forvaltning for fremtiden. Retningslinjene er senere blitt justert, senest i 2021 med utgangspunkt i Mestad-utvalgets vurderinger i NOU 2020: 7 Verdier og ansvar. En samlet finanskomité støttet da at det etiske rammeverket skal bygge på de to etiske forpliktelsene. Stortinget sluttet seg til at cannabis for rusformål ble tatt inn som et produktbasert kriterium, at kjernevåpenkriteriet skulle omfatte plattformer for kjernevåpen, at korrupsjonskriteriet skulle omfatte økonomisk kriminalitet og det ble tatt inn et nytt kriterium for selskapers salg av våpen til krigførende stater.

Samlet er i dag 180 selskaper utelukket fra fondet etter retningslinjene.

<u>Noen utfordringer og dilemmaer</u>

Utviklingstrekk ved fondet og fondets omgivelser internasjonalt har bidratt til å tydeliggjøre flere utfordringer og dilemmaer ved dagens etiske rammeverk.

SPU har vokst til å bli et av verdens største statlige investeringsfond. Fondet eier i gjennomsnitt om lag 1,5 prosent av nærmere 8 500 selskaper i opp mot 70 land. Mer enn hver fjerde krone på statsbudsjettet finansieres i dag av fondets avkastning.

Sverdrup-utvalget pekte i NOU 2022: 12 Fondet i en brytningstid, på at fondets mulighet til «å være en vellykket finansiell investor avhenger primært av at fondet også blir forstått som en finansiell investor av andre lands myndigheter og markedsaktører».

Som beskrevet i nasjonal sikkerhetsstrategi (2025) står Norge nå i den mest alvorlige sikkerhetspolitiske situasjonen siden andre verdenskrig. Det er økende stormaktrivalisering. Det har vært nye brutale kriger i Midtøsten, og det er en storskala krig i Europa. Tilliten til internasjonale institusjoner svekkes, og normer for samarbeid undergraves. Økonomisk politikk og utenriks- og sikkerhetspolitikk henger tettere sammen. Selskapers verdikjeder for produkter og tjenester er ofte komplekse, med mange underleverandører fra flere ulike land.

Mer krig og uro gir økt risiko for at flere selskaper produserer varer og tjenester som en krigsmakt direkte eller indirekte kan anvende. Skillet mellom militær og sivil teknologi viskes ut. Store teknologiselskaper som leverer produkter som er avgjørende for en lang rekke sivile formål, som dataprogrammer og tjenester de fleste bruker hver dag, leverer også produkter som brukes i våpensystemer. Det kan gjøre det mer krevende å trekke en klar grense for de atferdsbaserte kriteriene i retningslinjene.

Dersom fondet ikke kan være investert i verdens største selskaper, blir det vanskeligere å forbli et globalt indeksfond. Det vil gjøre bytteforholdet mellom forventet avkastning og risiko dårligere.

Det er et dilemma at Norge har inngått store og langsiktige samarbeidsavtaler med selskaper om kjøp og vedlikehold av kampfly og fregatter, samtidig som de samme selskapene er utelukket fra fondet fordi de medvirker til produksjon av kjernefysiske våpen. Dette dilemmaet ble også drøftet av Graver-utvalget i 2003. Siden den gang har både selskapers deltakelse i våpenproduksjon og den sikkerhetspolitiske situasjonen endret seg. Kjernevåpen er grunnleggende for Natos avskrekkingsstrategi, som Norge er del av. Kjernevåpens rolle som avskrekking er i mindre grad blitt drøftet i sammenheng med retningslinjene.

På bakgrunn av krigen i Gaza har flere etterlyst mekanismer for styrket aktsomhet og raskere beslutninger fra Etikkrådet og Norges Bank. Det er viktig at Norges Bank og Etikkrådet også i fremtiden har forhøyet aktsomhet i eventuelle nye krig- og konfliktsituasjoner, slik at de kan reagere raskere med å gå gjennom sitt arbeid og fondets investeringer innenfor sine mandat.

Det vises til finansministerens redegjørelse for Stortinget 23. oktober 2025 som omhandlet utfordringene som fondet står overfor. Stortinget ba i vedtak 4. november 2025 regjeringen om å foreta en ny gjennomgang av det etiske rammeverket for Statens pensjonsfond utland i lys av disse utfordringene. Stortinget ba også regjeringen sikre at Statens pensjonsfond utland fortsatt skal være et bredt diversifisert, globalt fond. Formålet skal fortsatt være å oppnå høyest mulig avkastning til akseptabel risiko for å legge til rette for at formuen vokser og varer.

2. Nærmere om utvalgets oppdrag

På bakgrunn av de utviklingstrekkene som er beskrevet i punkt 1 og Stortingets vedtak 4. november, bes utvalget vurdere og foreslå endringer i det etiske rammeverket og relevante deler av rammene for den ansvarlige forvaltningen av pensjonsfondet. Formålet er å sikre en

god balanse mellom viktige hensyn. Arbeidet skal ta utgangspunkt i retningslinjer for observasjon og utelukkelse slik disse lød før den midlertidige opphevelsen.

Nedenfor er det vist til noen sentrale problemstillinger i denne sammenhengen, men utvalget kan også vurdere andre forhold som det mener er relevante ut fra formålet med gjennomgangen.

Avveiinger og omfang av utelukkelser og virkemidler

Utvalget bes vurdere hvordan rammeverket kan utformes for å legge til rette for en god balanse mellom de to etiske forpliktelsene. Spørsmålet bør vurderes blant annet i lys av at det med dagens system kan bli utelukket mange og store selskaper fra fondet, og at det ikke er lagt begrensninger på omfanget av utelukkelser. Det bør belyses hvilke konsekvenser mange og store utelukkelser kan få for fondet, herunder fondets muligheter til å spre risiko (diversifisering), bytteforholdet mellom avkastning og risiko, eierandeler mv.

Forvaltningen av fondet er underlagt visse begrensninger som følge av Norges folkerettslige forpliktelser, på samme måte som andre disposisjoner staten foretar seg. Utvalget bes belyse forholdet mellom ivaretakelse av Norges folkerettslige forpliktelser og etterlevelse av de etiske forpliktelsene forvaltningen av fondet er underlagt.

Det bør også vurderes om og eventuelt hvordan det er relevant å se hen til hensynet til Norges bredere interesser, både økonomiske, utenrikspolitiske og sikkerhetspolitiske. Utvalget bør vurdere om eierskapsutøvelse bør få større vekt som virkemiddel.

Utvalget bes videre vurdere om rammene for praktiseringen av de atferdsbaserte kriteriene kan klargjøres. Et sentralt spørsmål i denne sammenhengen er å belyse i hvilken grad selskaper som leverer produkter og tjenester i en verdikjede kan sies å medvirke til normbrudd. Som del av dette, bør det i større grad skilles mellom varer eller tjenester som er utviklet for og har en bestemt anvendelse og varer og tjenester som kan brukes til mye, men som også kan brukes i f.eks. forsvarsindustri.

Et annet spørsmål det er ønskelig at utvalget ser på, er om det i anvendelsen av kriteriene bør legges vekt på hvor stor andel av selskapets virksomhet som kan knyttes til eventuelle etiske normbrudd.

Selskaper følger lover og regler i sine hjemland. Det kan f.eks. innebære at selskaper utfører tjenester eller selger produkter til et formål som følge av et lands lovgivning. Utvalget bør se på hvordan det ev. bør og kan tas hensyn til i vurderinger av selskapene.

Den sikkerhetspolitiske situasjonen internasjonalt og for Norge har endret seg betydelig de siste tiårene. Norge har flere store og langsiktige samarbeidsavtaler med allierte om kjøp, vedlikehold og oppgraderinger av forsvarsmateriell, med selskaper som er utelukket fra fondet etter produktkriteriet. Utvalget bes vurdere om den pågående styrkingen av Forsvaret og den sikkerhetspolitiske situasjonen for øvrig bringer inn nye etiske avveiinger i vurderingen av kriteriene. I den forbindelse er det et spørsmål om kjernevåpen som avskrekkende virkemiddel for å unngå krig, bør tas hensyn til. Utvalget bes også vurdere om det bør skilles mellom selskaper som er hjemmehørende i land som Norge har et sikkerhetspolitisk samarbeid med, og selskaper hjemmehørende i andre land.

Særlig om kriterier som gjelder krig og konflikt

Flere kriterier i rammeverket frem til nå omfatter selskapers tilknytning til områder med krig og konflikt. Sentrale problemstillinger er:

Hvordan er sammenhengen mellom de ulike kriteriene i krig- og konfliktsituasjoner? I forbindelse med krigen i Gaza har Etikkrådet blant annet pekt på at selskaper som er utelukket etter kjernevåpenkriteriet, også kunne vært aktuelle å vurdere etter kriteriet om salg av våpen.

Hvordan bør selskaper hjemmehørende i stater som bruker store deler av sin økonomi til å understøtte krigføring, håndteres? Hvordan bør selskaper som har virksomhet i land med krig og konflikt, men som er hjemmehørende i et annet land, vurderes?

Bør organisering, retningslinjer eller mandat endres slik at det kan handles raskere i situasjoner der omstendighetene endres raskt?

Organisering

Utvalget skal også vurdere hva som er en hensiktsmessig organisering av arbeidet med retningslinjene for observasjon og utelukkelse av selskaper sett i lys av de utfordringer og dilemmaer som det er pekt på i del 1. Utvalget bes blant annet om å vurdere om offentliggjøringen av beslutninger og tilrådinger bør endres.

Utvalget skal involvere sivilsamfunnet underveis i arbeidet, for eksempel i form av workshop el.

Utvalget skal følge utredningsinstruksen.

Utvalget skal levere sin utredning innen 15. oktober 2026.»

Mandatet viser til følgende vedtak i Stortinget den 4. november 2025:

Stortinget vedtok å be regjeringen:

- *«sikre at Statens pensjonsfond utland fortsatt skal være et bredt diversifisert, globalt fond. Formålet skal fortsatt være å oppnå høyest mulig avkastning til akseptabel risiko, for å legge til rette for at formuen vokser og varer.*
- *gjennomgå det etiske rammeverket og andre deler av den ansvarlige forvaltningen av Statens pensjonsfond utland, og komme tilbake til Stortinget på egnet måte.*
- *legge til rette for at Etikkrådet stiller i bero tilrådinger om observasjon og utelukkelse og at Norges Bank ikke tar beslutninger etter 'retningslinjer for observasjon og utelukkelse av selskaper fra Statens pensjonsfond utland', inntil et nytt etisk rammeverk er besluttet. Oppfølging av selskaper vil skje gjennom Norges Banks ordinære eierskapsutøvelse, innenfor mandatet fra Finansdepartementet. I påvente av nytt rammeverk bes regjeringen sørge for styrket aktsomhet og raskere reaksjon i situasjoner der forutsetningene for fondets investeringer i et land endres vesentlig i løpet av kort tid, for eksempel som følge av krig.*
- *fortsatt sikre at Norge gjennom investeringene i Statens pensjonsfond utland ikke bryter med sine folkerettslige forpliktelser.»*

Utvalget har hatt følgende sammensetning:

- Svein Gjedrem, samfunnsøkonom (utvalgsleder)
- Annie Bersagel, direktør
- Alexander Wright Cappelen, professor
- Marius Emberland, professor
- Gunhild Hoogensen Gjørv, professor
- Hanne Eggen Røislien, forsker
- Arthur Sletteberg, siviløkonom
- Ulf Sverdrup, professor
- Karen Helene Ulltveit-Moe, professor

Sekretariatet har vært ledet av Yngvar Tveit, Finansdepartementet. Følgende har deltatt i sekretariatet: Dag Huse og Julie Michelet fra Norges Bank Investment Management (NBIM), Simon Torp fra Utenriksdepartementet, Aslak Skancke og Charlotte Hafstad fra Etikkrådets sekretariat, og Runa Urheim og Mille Bugge fra Finansdepartementet.

2.2 Utvalgets forståelse av mandatet

Utvalgets mandat viser til at oppdraget har bakgrunn i Stortingets vedtak 4. november 2025 om å gå gjennom rammeverket på ny. Utvalget har tatt utgangspunkt i mandatet og Stortingets vedtak. De etiske retningslinjene som da gjaldt, ble stilt i bero inntil et nytt rammeverk er på plass. Utvalget har i tråd med mandatet tatt utgangspunkt i retningslinjene slik de var før 4. november 2025.

Mandatet er delt i to deler. I punkt 1 pekes det på utviklingstrekk og problemstillinger som gir grunn for en gjennomgang nå. I punkt 2 er det formulert konkrete problemstillinger utvalget er bedt om å vurdere. Utvalget har forsøkt å svare på dem i egne kapitler i utredningen.

Det etiske rammeverket spenner over en rekke ulike temaer, som menneskerettigheter, krig og konflikt, miljø, klima, korrupsjon mv. I anvendelsen av rammeverket kan det tas i bruk flere virkemidler. Temaene og virkemidlene er atskilte, men de henger likevel ofte også sammen. Endringer på ett område kan få konsekvenser for andre deler av rammeverket.

Utvalget har i arbeidet særlig lagt vekt på de temaene som mandatet ber utvalget vurdere. Stortingets vedtak om å «*sikre at Statens pensjonsfond utland fortsatt skal være et bredt diversifisert, globalt fond*» innebærer likevel at også de øvrige delene av rammeverket er omfattet av mandatet, jf. omtale av alle produktkriteriene i kapittel 10.

Utredningen er delt i fire deler. Utvalgets vurderinger og anbefalinger er omtalt i de tre første delene: Del I *Mål*, Del II *Virkemidler* og Del III *Organisering og rapportering*. Del IV består av beskrivende og utdypende kapitler som Del I – III bygger på. Det er krysshenvisninger mellom kapitlene.

Før Del I viser utvalget i kapittel 3 til utviklingstrekk i verden og for fondet som vi mener bygger opp under behovet for en gjennomgang av rammeverket nå. Her vises det også til utviklingstrekk som er pekt på i utvalgets mandat.

Det er skrevet flere utredninger av fondets etiske rammeverk tidligere, blant annet fra Graverutvalget, jf. NOU 2003: 22 *Forvaltning for fremtiden*, Mestadutvalget, jf. NOU 2020: 7 *Verdier og ansvar* og Sverdruputvalget, jf. NOU 2022: 12 *Fondet i en brytningstid*. Vi bygger videre på disse utredningene. Vi har hatt som utgangspunkt at SPU fortsatt skal forvaltes ansvarlig og med et godt etisk rammeverk.

2.3 Arbeidet i utvalget

Utvalget har hatt 20 møter, der ett har gått over to dager. For å få et bredt innblikk i organiseringen av fondet og arbeidet med det etiske rammeverket, har utvalget hatt møter med representanter fra Finansdepartementet, Norges Bank og Etikkrådet samt en rekke institusjoner, fagmiljøer og ressurspersoner.

Utvalget har møtt følgende fra Norges Bank og Etikkrådet:

- Norges Bank ved sentralbanksjef Ida Wolden Bache, visesentralbanksjef Øystein Børsum, direktør for eierskap og etterlevelse Carine Smith Ihenacho, leder av bærekraftsteamet i eierskapsavdelingen Caroline Eriksen, spesialrådgiver i sentralbankledelsens stab Pål Haugerud, nestleder i NBIM Trond Grande og leder for aktivt eierskap Wilhelm Mohn. Utvalget har også møtt fungerende stabsdirektør Ivar Eriksen og leder for miljø i eierskapsavdelingen Eivind Fliflet.[1]
- Etikkrådet ved leder Svein Richard Brandtzæg, medlem Egil Matsen, medlem Vigdis Vandvik og leder av sekretariatet Eli A. Lund.
- Norges Banks representantskap ved daværende leder Julie Brodtkorp og leder av sekretariatet Jan Frode Jacobsen.

Utvalget har møtt følgende tidligere ledere, medlemmer, utredere og ansatte i Norges Bank og Etikkrådet:

- Professor Hans Petter Graver ved Universitetet i Oslo, leder av utvalget som skrev NOU 2003: 22 Forvaltning for fremtiden og tidligere leder av det norske kontaktpunktet for OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper.
- Professor Ola Mestad ved Universitetet i Oslo. Tidligere leder og medlem av Etikkrådet, tidligere leder av det norske kontaktpunktet for OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper og leder av utvalget som skrev NOU 2020: 7 Verdier og ansvar.
- Gro Nystuen, Johan H. Andresen, Cecilie Hellestveit og Andreas Føllesdal, alle tidligere ledere og/eller medlemmer av Etikkrådet. Gro Nystuen ledet også det tidligere Petroleumsfondets folkerettsråd.

[1] Titler er slik de var da utvalget møtte dem.

- Øystein Olsen, tidligere sentralbanksjef.
- Knut Kjær og Yngve Slyngstad, tidligere ledere av NBIM.
- Henrik Syse, forsker ved PRIO og tidligere leder for eierskap i NBIM.

Utvalget har møtt følgende representanter fra departementene:

- Oppstartsmøte med finansminister Jens Stoltenberg.
- Utenriksdepartementet ved utenriksråd Torgeir Larsen og seniorrådgiver Dagfinn Sørli.
- Forsvarsdepartementet ved assisterende departementsråd Hege Sjo og ekspedisjonssjef Georg Fredrik Rabl.

Utvalget har møtt det norske kontaktpunktet for OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper (Norges kontaktpunkt for ansvarlig næringsliv) ved leder Frode Elgesem og leder for sekretariatet Kristel M. Tonstad.

Utvalget har hatt møter med følgende organisasjoner:

- ICAN Norge, Nei til atomvåpen, Redd Barna, Amnesty International Norge, Norsk Folkehjelp, Attac, FORUT, Nordisk Senter for Bærekraftig Finans, Framtiden i våre hender, Forsvar folkeretten, WWF, Palestinakomiteen i Norge, Spire og Forum for utvikling og miljø, Australasian Centre for Corporate Responsibility (ACCR), Greenpeace Norge, Global Strategic Communications Council (GSCC), Norsk klimanettverk, Norwegian Human Rights Fund, Raftostiftelsen, Mellomkirkelig råd, Kvekerhjelp, Kvekersamfunnet i Norge, Sabeel Kairos Norge, VID Vitenskapelige høgskole, NGO Shipbreaking Platform, Den norske Helsingforskomité, Dyrevernalliansen, Rådet for dyreetikk, SLUG Nettverk for rettferdig gjeldspolitikk, Transparency International og Norges Røde Kors.

For å høre om erfaringer fra andre fond og forvaltere, har utvalget hatt møter med følgende:

- ABP fra Nederland, Etikrådet til de svenske AP-fondene og ATP fra Danmark
- Folketrygdfondet, DNB Asset Management, KLP og Storebrand

Flere av utvalgets medlemmer har holdt innledninger på sine fagområder.

Christian J. Tams, professor i folkerett ved King's College i London, har på oppdrag fra utvalget utredet folkerettslige spørsmål ved investeringer gjennom SPU, se Vedlegg 1 til utredningen. Tams holdt også en presentasjon av sine vurderinger på et av utvalgets møter.

Utvalget har i tillegg mottatt skriftlige innspill gjennom utvalgets hjemmeside. Innspillene er nærmere omtalt i kapittel 28 i utredningen.

3 Nye utviklingstrekk

3.1 Innledning

Det etiske rammeverket for Statens pensjonsfond utland (SPU) ble innført i 2004. Rammeverket bygget på det såkalte Graverutvalgets forslag i NOU 2003: 22 *Forvaltning for fremtiden*. Dette er siden blitt vurdert og justert, blant annet i 2021 basert på Mestadutvalgets utredning NOU 2020: 7 *Verdier og ansvar*.

Forutsetningene for forvaltningen av fondet er betydelig endret siden Graverutvalget la fram sin utredning. Fondets verdi har økt betraktelig og bidrar i dag vesentlig til finansieringen av norsk velferd. Fondets referanseindeks er utvidet til langt flere land og selskaper enn den gang, og aksjeandelen er økt.

Forventninger til ansvarlig næringsliv og ansvarlig kapitalforvaltning er blitt høyere enn tidlig på 2000-tallet, både i forvaltningen av SPU, i næringslivet og hos andre investorer. Arbeidet bygger i stor grad på å etterleve internasjonalt anerkjente standarder for å kartlegge, forebygge og håndtere risikoen for selskapers negative virkning på samfunn, mennesker og miljø. Krav om å være aktsom og å rapportere om bærekraft er tatt inn i lovverk i flere land.

Siden 2003 er Norges Banks arbeid med ansvarlig forvaltning blitt mer omfattende. Norges Bank har økt ressursbruken, bygget opp en spesialisert enhet for ansvarlig forvaltning og utviklet gode systemer for å overvåke bærekraftsrisiko.

Fondets størrelse og utbredelse gir en annen tilgang til selskapsledelse og styre enn det fondet hadde i 2003. Gjennomsnittlig eierandel er i dag om lag 1,5 prosent i selskapene fondet er investert i, og 2,5 prosent i europeiske selskaper. Dette er langt høyere enn da Graverutvalget la fram sine anbefalinger.

Hensyn til bærekraft og selskapsstyring er nå integrert i investeringsbeslutningene og risikostyringen. Tilgang til data og informasjon om bærekraft er blitt bedre. Nye verktøy som blant annet kunstig intelligens gir ifølge banken bedre oversikt over alle selskapene i porteføljen, bedre grunnlag for å analysere risiko, vurdere investeringer og følge opp eierskap.

Samtidig har den politiske utviklingen i verden gjort det mer krevende å forvalte et stort statlig fond, slik også utvalgets mandat peker på. Verden er blitt mer fragmentert og forhandlingspreget, respekten for en regelbasert orden er svekket og den sikkerhetspolitiske situasjonen er forverret. Flere av utviklingstrekkene bærer preg av å være strukturelle, mens andre kan være forbigående. Det er fortsatt usikkert hvor dyptgripende og varige endringene vil bli. En eier og forvalter av et fond som er investert globalt og fortsatt skal være en ansvarlig, finansiell investor, må forholde seg til endringene.

3.2 Fondet er blitt enda viktigere for norsk velferd

Graverutvalget formulerte to etiske forpliktelser for fondet, jf. kapittel 4 og 5. Fondet skulle for det første forvaltes med sikte på å bidra til velferd for både nålevende og framtidige

generasjoner. For det andre skulle fondet unngå investeringer som utgjør en uakseptabel risiko for at fondet medvirker til grove etiske normbrudd.

Fondet er blitt langt større enn lagt til grunn i tidligere utredninger. Avkastningen av fondet finansierer i dag mer enn en firedel av utgiftene på statsbudsjettet. Dagens generasjon får derfor stor løpende nytte av avkastningen av SPU. Hensyn til dagens og senere generasjoner ivaretas ved at forvaltningen bidrar til høy forventet avkastning til en akseptabel risiko og av den såkalte handlingsregelen for trekk på fondet til løpende bruk over statsbudsjettet.

Fondets investeringer er spredt til mange land og selskaper. Bred spredning gjør fondet mindre sårbart for hendelser i enkeltregioner, -land eller -selskaper. Det bidrar til at finansiell risiko reduseres uten at forventet avkastning svekkes. Fondets evne til å støtte opp under velferden på lang sikt styrkes.

Se nærmere drøfting i kapittel 4 og i etterfølgende kapitler.

3.3 Verden er mer fragmentert og politikken forhandlingspreget

Demokratiske styresett er i tilbakegang, og geopolitiske spenninger har økt de senere årene. Økonomi, teknologi og finansmarkeder brukes i stadig større grad som virkemidler i konkurransen mellom stormakter. Sanksjoner, eksportkontroll og investeringsrestriksjoner rammer flere land og sektorer enn før. Flere av de utviklingstrekkene som Sverdruputvalget pekte på i 2022, jf. NOU 2022: 22 Fondet i en brytningstid, har nå blitt enda tydeligere.

Det er fortsatt bred oppslutning om normene som SPUs etiske rammeverk bygger på. I USA har imidlertid enkelte delstater innført lovgiving som begrenser investorers adgang til å vektlegge bærekraft. Finansielle aktører utsettes dessuten i økende grad for politisk press for ikke å ta slike hensyn. Handlingsrommet for ansvarlig kapitalforvaltning er dermed strammet til i USA. I andre regioner er ikke en slik utvikling like tydelig. Aksjonærers rettigheter har tradisjonelt stått og står fortsatt sterkt i USA.

Konvensjoner om blant annet menneskerettigheter og miljø, OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper og FNs veiledende prinsipper for næringsliv og menneskerettigheter (UNGP) er viktige grunnlag for det etiske rammeverket. Det synes fortsatt å være bred støtte til disse i mange land. I USA er det tegn til at den avtar. Dersom tilslutningen svekkes, blir det vanskeligere å begrunne krav til selskaper med utgangspunkt i dem.

Se nærmere drøfting i kapitlene 4–12.

3.4 Fondet og norsk utenrikspolitikk

Enkelte etisk begrunnede utelukkelser har ført til reaksjoner i andre land både i de tidlige årene og senere. Dette er likevel mer aktuelt nå fordi det politiske klimaet ute er blitt mer krevende og fondet større og mer synlig. For et statlig fond som SPU har risikoen trolig økt for at enkeltbeslutninger i anvendelsen av det etiske rammeverket av andre oppfattes som utenrikspolitiske tiltak fra norske myndigheter.

Sverdruputvalget skrev blant annet følgende:

«[M]an [kan] ikke utelukke at konsekvensene av et fremtidig nedsalg i et foretak basert på etiske hensyn, kan føre til økte vansker på utenrikspolitiske eller -økonomiske områder. Selv om fondet ikke er et utenrikspolitisk virkemiddel, kan fondet på denne måten likevel ha en betydelig utenrikspolitisk virkning.»[1]

Sverdruputvalget la særlig vekt på utfordringer ved fondets eksponering mot Kina og framvoksende markeder. Siden da er det blitt tydeligere at politiske reaksjoner på forvaltningen av fondet kan komme også fra andre land.[2] Også Ekspertrådet for SPU pekte på denne risikoen.[3]

Slike reaksjoner har kommet i forbindelse med at utelukkelsene og Etikkrådets tilrådinger er blitt offentliggjort. Tilrådingene omtaler selskapers adferd som grovt uetisk og grunngir vurderingen. Selskapene og dels myndighetene i selskapenes hjemland kan være uenige og oppleve det som urimelig kritikk.

Det er kommet trusler om reaksjoner. Kina satte makt bak sin kritikk av tildelingen av Nobels fredspris i 2010. Vi kan ikke se bort fra at norsk forhandlingsposisjon overfor EU kan ha blitt påvirket av at selskap er blitt utelukket fra SPU. Eventuelle tiltak mot fondet kan for eksempel være begrensninger i markedstilgang eller økt skatt. Tiltak mot andre norske interesser kan være toll, finansielle sanksjoner eller import- og eksportkontroll.[4]

Risikoen for politiske mottiltak er drøftet nærmere i kapittel 8. Se også kapittel 14 om rapportering og offentliggjøring av blant annet utelukkelser.

3.5 En krevende sikkerhetspolitisk situasjon

Utvalgets mandat viser til regjeringens nasjonale sikkerhetsstrategi (2025) som slår fast at Norge står i den mest alvorlige sikkerhetspolitiske situasjonen siden andre verdenskrig. Det er krig i våre nærområder i Europa og i Midtøsten.

Disse utfordringene har tiltatt ytterligere de siste årene. Geopolitikk utspiller seg langs flere dimensjoner, både territorielt, digitalt, i rommet og gjennom sammensatte trusler. Disse overlapper hverandre i en global maktorden.

Norge styrker eget forsvar og bygger videre på samarbeidet med våre alliansepartnere og andre nære partnere. Norges avhengighet av allierte er tydeligere. Europa ventes å bidra mer til det konvensjonelle forsvaret i Europa. Vernet som NATOs atomvåpenparaply gir, er dessverre blitt et dagsaktuelt tema som en del av vårt forsvar. Utvalgets mandat spør om denne utviklingen har betydning for kriteriene om å utelukke produsenter av visse våpentyper.

---

[1] NOU 2022: 12, s. 221.

[2] Se Ekspertrådet for Statens pensjonsfond utland (2026), Rapport 2025, s. 16, som viser til reaksjonene på utelukkelsene fra fondet av selskapene Walmart Inc. og Caterpillar Inc. Tilgjengelig på regjeringen.no.

[3] Ekspertrådet for Statens pensjonsfond utland (2026), s. 17.

[4] Ekspertrådet for Statens pensjonsfond utland (2026), s. 13–15, om betydningen av geoøkonomiske virkemidler.

Mer krig og uro gir, slik utvalgets mandat viser til, «*økt risiko for at flere selskaper produserer varer og tjenester som en krigsmakt direkte eller indirekte kan anvende. Skillet mellom militær og sivil teknologi viskes ut. Store teknologiselskaper som leverer produkter som er avgjørende for en lang rekke sivile formål, som dataprogrammer og tjenester de fleste bruker hver dag, leverer også produkter som brukes i våpensystemer. Det kan gjøre det mer krevende å trekke en klar grense for de atferdsbaserte kriteriene i retningslinjene*.»

Krigshandlinger gjennomføres som sammensatte systemer av ulike teknologier. Hva som utgjør et våpen eller som gjør handlinger i strid med humanitærretten mulig, er mindre klart. Sivile selskaper blir trukket mer inn i militære operasjoner.

Det produktbaserte våpenkriteriet er drøftet nærmere i kapittel 10, de adferdsbaserte kriteriene i kapittel 11 og situasjoner med krig og konflikt i kapittel 12.

3.6 Energisikkerhet utfordres i mange land

Verden står overfor alvorlige klimautfordringer. Det er derfor behov for å gå over til energisystemer med lave utslipp av klimagasser. I en mer urolig verden må samtidig en rekke stater prioritere energisikkerhet på kort og mellomlang sikt. Energisikkerhet er ifølge Det internasjonale energibyrået (IEA) ikke bare et energispørsmål, men et nasjonalt sikkerhetsspørsmål.

Flere europeiske land har blitt mer avhengige av kull og andre energikilder som følge av at gass fra Russland ikke lenger er et alternativ. Den pågående krisen i Midtøsten gjør at mange land må søke mot andre energikilder enn olje.

Klimautfordringene er langsiktige, mens utfordringene med energisikkerhet kan være mer forbigående. Klimapolitikk møter samtidig motbør i mange land, jf. kapittel 25. For fondet er klimarisiko en finansiell risiko som også framover vil måtte integreres i investeringsbeslutninger, risikostyring og den ansvarlige forvaltningen.

Det vises til nærmere drøfting i kapitlene 10 og 11.

3.7 Staters gjeld har økt kraftig

Staters gjeld har økt markert over mange år. Gjeldsoppbyggingen skjøt fart etter finanskrisen i 2008, dels som følge av tiltak for å stabilisere økonomien og dels som følge av fallende skatteinntekter. Statsgjelden økte ytterligere under pandemien i 2020 da omfattende støttetiltak ble finansiert med lånte midler. Lave renter har lenge holdt kostnadene til å betjene gjelden nede. Rentene har nå økt. Når nye underskudd skal finansieres og gammel gjeld forfaller og må refinansieres, vil statenes rentekostnader øke markert.

En aldrende befolkning og økte utgifter til pensjoner, helse og omsorg i mange land legger et ytterligere press på offentlige finanser. I tillegg har den sikkerhetspolitiske situasjonen ført til at en rekke land har varslet en betydelig og langvarig økning i forsvarsutgiftene. Statsfinansene vil trolig være under press i lang tid i mange land. Høy statsgjeld har historisk vært bakteppe for perioder med høy inflasjon og reguleringer av kapitalmarkedet. Stater vil

også kunne lete etter nye inntektsgrunnlag som vil kunne påvirke avkastningen til investorer som SPU, jf. kapittel 8.

3.8 Konsentrasjonen i aksjemarkedet har økt

Konsentrasjonen i de globale aksjemarkedene har økt markert over det siste tiåret. En stadig større del av den samlede markedsverdien ligger i noen få, svært store amerikanske teknologiselskaper. Disse selskapene utgjør i dag en betydelig og økende andel av brede globale indekser.

Teknologiselskapene har hatt sterk inntjeningsvekst over lang tid, samtidig som markedet priser inn høye forventninger til videre vekst, den senere tiden særlig innenfor kunstig intelligens. I enkelte perioder har et fåtall selskaper stått for en stor del av oppgangen i de globale aksjemarkedene.

For en investor som investerer med utgangspunkt i en bred markedsvektet referanseindeks, betyr dette at en større del av kapitalen blir plassert i noen få selskaper. Kapitalen blir dermed mer konsentrert, selv om antallet selskaper i porteføljen fortsatt er høyt. For det etiske rammeverket betyr dette samtidig at det å gå ut av ett eller flere av de største selskapene, ville ha påvirket fondets avkastnings- og risikoprofil betydelig. Se nærmere drøfting i kapittel 4.

Del I
Mål

4 Etisk forpliktelse: Velferd nå og senere

4.1 Innledning

Utvalget er i mandatet bedt om å vurdere «*hvordan rammeverket kan utformes for å legge til rette for en god balanse mellom de to etiske forpliktelsene*».

Det var Graverutvalget som først formulerte de to etiske forpliktelsene for Statens pensjonsfond utland (SPU). For det første skal fondet forvaltes med sikte på å bidra til velferd for nålevende og framtidige generasjoner i Norge. For det andre skal fondet unngå investeringer som utgjør en uakseptabel risiko for at fondet medvirker til grove etiske normbrudd. Dette kapittelet omhandler den første av disse forpliktelsene. Den andre omtales i kapittel 5.

Statens petroleumsfond ble i 1990 etablert for at også senere generasjoner skal få glede av petroleumsressursene. En ikke-fornybar formue på sokkelen er gjennom fondet omgjort til varig formue investert i de globale finansmarkedene.

En best mulig fordeling av velferd mellom generasjoner krever at de som lever i dag, ikke bruker mer enn sin «rettmessige» del. Her bidrar handlingsregelen for budsjettpolitikken som en praktisk tilnærming. Ved å begrense bruken til fondets forventede realavkastning vil fondets verdi bevares over tid. For å styrke fondets bidrag til velferd i dag og senere bør fondet investeres med sikte på en best mulig avkastning til en akseptabel risiko.

Graverutvalget uttrykte det treffende med at fondet er «*en formue det hviler odel på*».[1] Vi som lever i dag, har en plikt til å viderebringe fondet i minst like god stand til våre etterkommere som det var da vi overtok det.

Et spørsmål er hvordan denne etiske forpliktelsen best kan ivaretas. Handlingsregelen og utgiftssiden i budsjettpolitikken er utenfor utvalgets mandat og rammene for denne utredningen. Men det etiske rammeverket har betydning for fondets avkastning og risiko og hvor mye som kan fordeles over budsjettene. Et rammeverk som bidrar til høy avkastning og demper risikoen i fondet, vil støtte opp under velferden nå og i framtiden.

Kapittel 17 omtaler nærmere bakgrunnen for opprettelsen av fondet og samspillet med budsjettpolitikken.

4.2 Fondet bidrar til fordeling av velferd mellom generasjoner

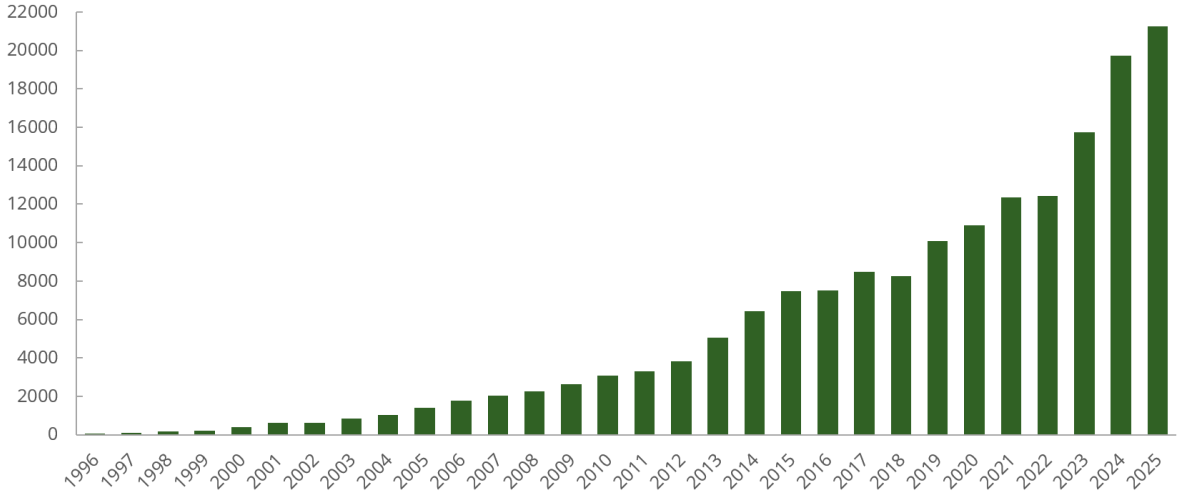
Som vist til ovenfor, gjenspeiler oppbyggingen av SPU en omplassering av en ikke-fornybar formue på sokkelen til investeringer i de globale finansmarkedene. En investeringsstrategi med vekt på høy avkastning til en akseptabel risiko og en bærekraftig regel for de årlige overføringene fra fondet til budsjettet gir grunnlag for at formuen kan bli til nytte for både nålevende og framtidige generasjoner.

[1] NOU 2003: 22 Forvaltning for fremtiden, s. 12.

Fondet har vokst markert siden det første innskuddet i 1996. Ved utgangen av 2025 var fondet på vel 21 000 milliarder kroner. Fondets størrelse svarer til nesten fem års verdiskaping i fastlandsøkonomien. Fondet er nå et av verdens største statlige investeringsfond.

Veksten i fondet skyldes dels høye inntekter fra petroleumssektoren. I tillegg har den årlige netto realavkastningen vært på 4,3 prosent siden fondet startet å investere i aksjer i 1998 og overføringene til bruk over statsbudsjettet betydelig lavere. Inntektene fra petroleumssektoren vil etter hvert gå ned.

Avkastningen har tidvis falt og også vært negativ. Årene med størst nedgang var 2008 under finanskrisen og i 2022. Fondet falt også under den såkalte dot-com-krisen tidlig på 2000-tallet. Markedene tok seg likevel raskt opp igjen etter disse periodene. I tillegg bidro fortsatt store inntekter fra petroleumssektoren og en svakere krone til at fondsverdien ble opprettholdt. Det må forventes at fondet framover tidvis vil kunne falle mer og over lengre perioder enn det vi har erfart hittil.



Figur 4.1 Fondet har vokst

Utviklingen i markedsverdien siden 1996. Milliarder kroner

Kilde: Finansdepartementet.

Avkastningen av fondet har bidratt til å bygge ut norske velferdsordninger. Mer enn hver fjerde krone på statsbudsjettet finansieres nå med avkastningen fra fondet.

Framover vil økt forventet levealder, flere eldre sammenliknet med antall sysselsatte og avtakende inntekter fra petroleumsvirksomheten utfordre bærekraften i offentlige finanser.[2] I framskrivingene i Perspektivmeldingen 2024 vil utgiftene øke raskere enn inntektene allerede fra rundt 2030. Det er da blant annet lagt til grunn en forventet realavkastning av fondet på tre prosent.

[2] Meld. St. 31 (2023–2024) Perspektivmeldingen 2024, kapittel 7.

Framskrivingene illustrerer at statsfinansene er sårbare for utviklingen i fondet. En lavere fondsverdi enn det som er lagt til grunn, vil vesentlig redusere rommet for hvor mye som kan overføres fra fondet til budsjettet, se nærmere omtale i kapittel 17.

4.3 Bred spredning av investeringene

4.3.1 Fondet er spredt på flere aktivaklasser i mange land

God spredning gir økt forventet avkastning til gitt risiko

Da det første innskuddet i fondet ble gjort i 1996, var verdensøkonomien inne i en utvikling med økt globalisering og samhandel mellom land. Som del av globaliseringen skjedde det også en deregulering av kapitalrestriksjoner mellom land, se nærmere omtale i kapittel 23. I kjølvannet av at kapitalmarkedene ble åpnet opp, ble det også mulig for investorer å plassere kapital bredt i internasjonale finansmarkeder. Norge var dermed heldig med tidspunktet for når vi kunne sette av penger og spare i et fond. En skepsis mot internasjonale, ansiktsløse investorer kunne likevel være en del av det politiske ordskiftet i mange land. Statlige fond, såkalte sovereign wealth funds, kunne bli møtt med særskilt skepsis.[3]

Fondets investeringsstrategi er fastsatt av Finansdepartementet og forankret i Stortinget. Investeringsstrategien er basert på vurderinger av forventet avkastning og risiko på lang sikt.[4]

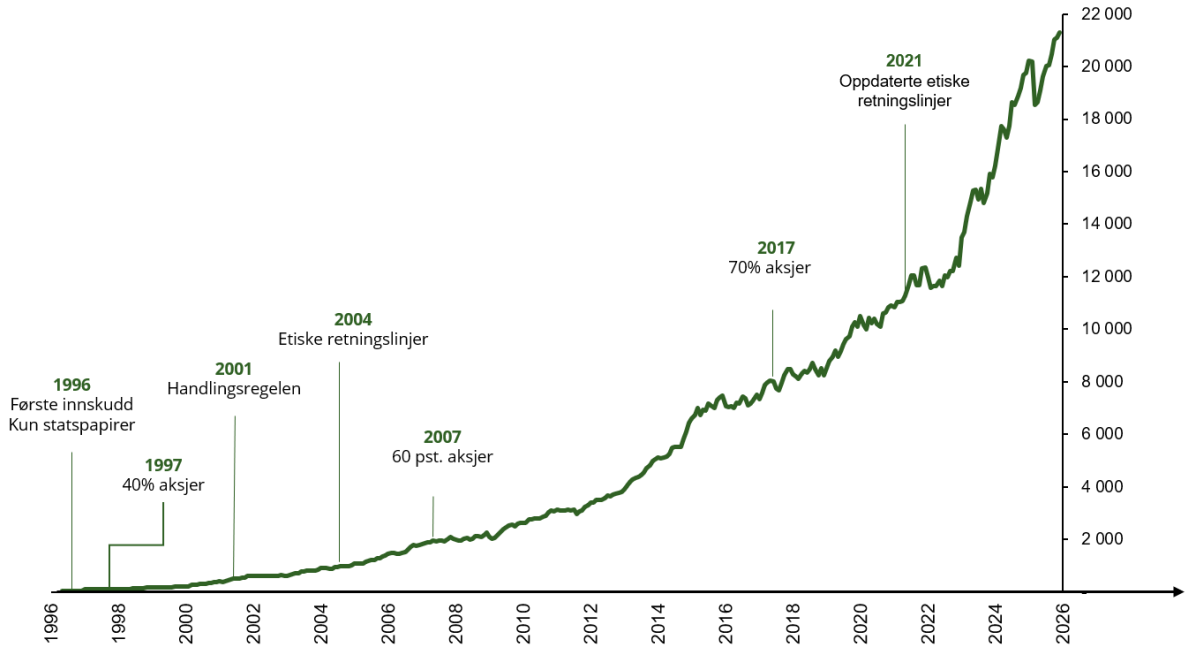
Investeringsstrategien er utviklet gradvis, jf. figur 4.2. Det ble besluttet å inkludere 40 prosent aksjer i fondets referanseindeks i 1997, og denne andelen er senere blitt økt til 70 prosent. Obligasjoner, som dermed utgjør 30 prosent av referanseindeksen, består av 70 prosent statsobligasjoner og 30 prosent selskapsobligasjoner. For statsobligasjoner er det bare utviklede markeder som er med i indeksen.

Norges Bank kan innenfor begrensede rammer avvike fra referanseindeksene for å oppnå meravkastning. Som del av den aktive forvaltningen kan Norges Bank også investere i unotert eiendom og unotert infrastruktur for fornybar energi.

De etiske retningslinjene ble innført i 2004 og er senere revidert i 2010 og 2021. Den ansvarlige forvaltningen er bygget ut og utviklet underveis. Fondets investeringer er spredt til flere land.

[3] Se blant annet Truman (2010).

[4] Dette er utdypet i flere stortingsmeldinger om fondet siden 1997, se blant annet Meld. St. 24 (2020–2021) Statens pensjonsfond 2021, kapittel 2.



Figur 4.2 Investeringsstrategien er blitt utviklet gradvis

Kilde: Finansdepartementet.

Fondet investeres i store deler av verden. Et sentralt utgangspunkt er at risiko kan reduseres ved å spre investeringene mellom ulike aktivaklasser, land, sektorer og enkeltselskaper. Bred spredning gjør fondet mindre sårbart for utviklingen i enkeltland, jevner ut svingninger i fondsverdien og bidrar til høyere forventet avkastning justert for risiko.

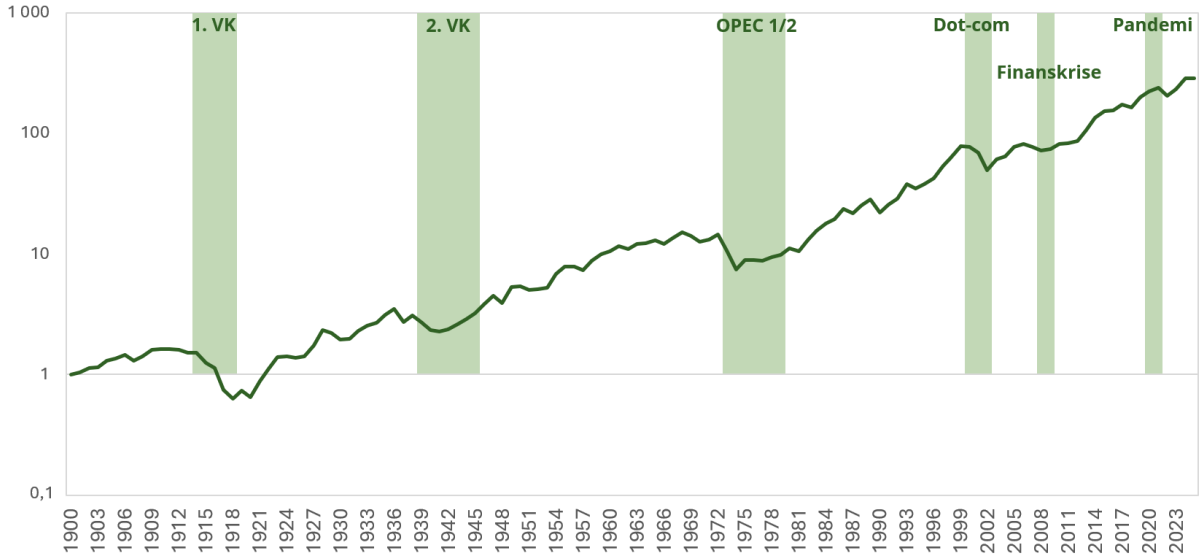
I referanseindeksen for aksjer inngår både utviklede og framvoksende markeder. Fordelingen mellom regionene speiler markedenes størrelse, men med en viss undervekt i Nord-Amerika og en overvekt i Europa.[5] USA utgjør likevel mer enn 50 prosent av markedsverdien av fondets aksjeinvesteringer, Europa vel 20 prosent, andre utviklede markeder i Asia og Oseania knappe 10 prosent og framvoksende markeder vel 10 prosent. Fondet er i dag investert i rundt 7 200 selskaper i nærmere 70 land i alle regioner i verden.

SPU i et historisk perspektiv

Figur 4.3 viser realavkastningen siden 1900 til en tenkt global portefølje med liknende egenskaper som SPU. Én krone investert ved utgangen av 1900 ville vokst til om lag 280 kroner ved utgangen av 2024. Det tilsvarer en gjennomsnittlig årlig realavkastning på 4,6 prosent. I beregningene er det lagt til grunn at all avkastning er reinvestert og at fondets eiere har holdt fast ved strategien også i nedgangsperioder. Et uttak på tre prosent årlig i tråd med handlingsregelen ville gitt en mindre vekst i kapitalen.

[5] Meld. St. 32 (2019–2020), s. 42-58.

Resultatene over disse vel 120 årene, som også blant annet inneholdt to verdenskriger, to pandemier, revolusjoner, hyperinflasjon og sammenbrudd i pengesystemene, har sammenheng med at porteføljen ville hatt en høy aksjeandel og en bred geografisk spredning.



Figur 4.3 Avkastning av et bredt spredt, globalt fond 1900-2024

Kumulativ realavkastning målt i norske kroner for en global portefølje med 70 prosent aksjer og 30 prosent obligasjoner i perioden 1900-2024. Aksjeindeksen bygger på «DMS Equity Total Return REAL» og obligasjonsindeksen på «DMS Gvt Total Return REAL» fra Dimson, Marsh og Staunton. Indeksene er regnet om fra dollar til kroner. Logaritmisk skala, indeks 1900 = 1.

Kilde: Morningstar (DMS-databasen) og Norges Bank.

En stabil og sterk utvikling i det amerikanske aksjemarkedet over lang tid ville ha bidratt betydelig til avkastningen i perioden. Dette har sammenheng med at USA ikke ble trukket inn i de to verdenskrigene på samme måte som de europeiske landene. Men også i tiden etter 1945 har amerikanske aksjer gitt en høyere avkastning enn aksjer i resten av verden.

Figuren viser samtidig at det har vært lange perioder med svak eller negativ realavkastning, for eksempel på begynnelsen av 1900-tallet med utbruddet av første verdenskrig. Også i perioden med lav vekst og høy inflasjon på 1970-tallet var avkastningen svak.

Statens reservefond

Et historisk eksempel fra Norge illustrerer risikoen ved å investere for snevert. Sverdruputvalget, jf. NOU 2022: 12, omtaler skjebnen til Statens reservefond.[6] Statens reservefond ble opprettet i 1904 og skulle benyttes «*til Afværgelse af Farer for Riget, eller naar Landsulykke har rammet Riget*». Fondskapitalen utgjorde 40 millioner kroner, tilsvarende rundt 4 milliarder kroner i dag. Fondet var plassert hovedsakelig i britiske, franske og tyske statsobligasjoner. Det ble regnet som sikre investeringer, men utbruddet av

[6] NOU 2022: 12 Fondet i en brytningstid, boks 2.2, s. 42.

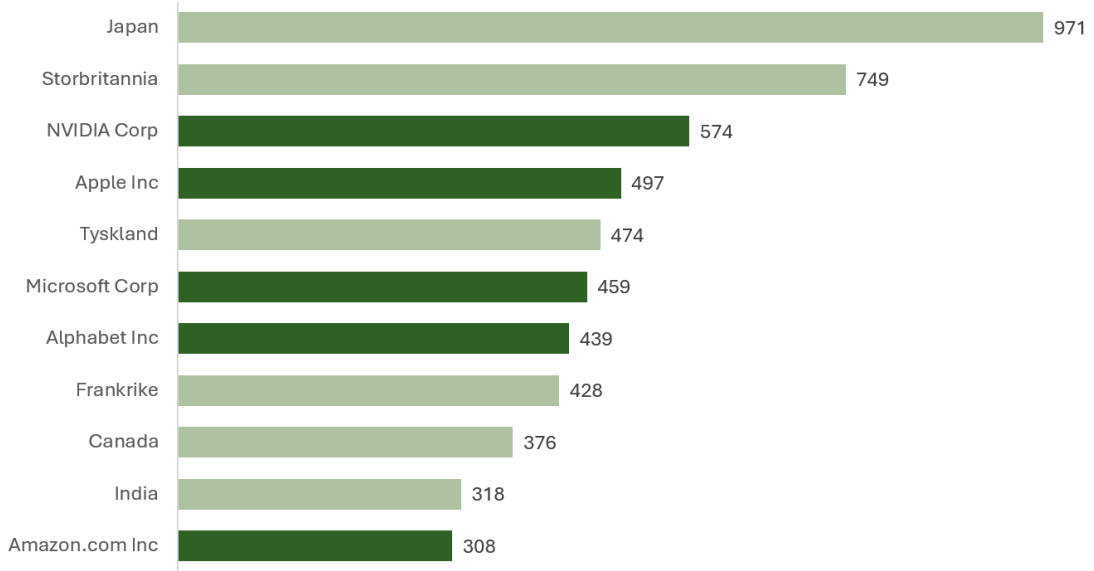
første verdenskrig førte til at verdien av fondets investeringer falt dramatisk. Tyske statsobligasjoner var ikke så sikre som antatt, og Statens reservefond ble avviklet i 1925.

Økt konsentrasjon i aksjemarkedene den senere tiden

Gjennom disse 120 årene endret markedene seg betydelig. Selskaper har utviklet seg, mange har falt bort, nye har kommet til, og noen har blitt store. Fondets referanseindeks gjenspeiler sammensetningen av aksjemarkedet og vil endres i takt med de endringer som skjer på selskapsnivå.

Økt lønnsomhet, sterk inntjeningsvekst og høyere verdsettelse av selskaper i det globale aksjemarkedet har ført til at referanseindeksen for aksjer har steget vesentlig mer i verdi både de siste fem og ti årene enn den har gjort historisk. Avkastningen har vært spesielt høy innen teknologisektoren. Dette har ført til at andelen som teknologisektoren utgjør i fondets referanseindeks, økte til 29 prosent ved utgangen av 2025. Teknologisk innovasjon, særlig innen digitale plattformer og kunstig intelligens (KI), har bidratt til denne utviklingen. Enkelte teknologiselskaper er blitt svært store.

Hvilke selskaper som blir vinnere, er ikke mulig å vite på forhånd. Avkastningen på enkeltaksjer har en skjev fordeling målt over lange perioder. Studier finner at de fleste aksjer gir lavere avkastning enn risikofri rente. Et lite mindretall står for hele verdiskapingen i markedet.[7] Selskaper som var små, har på få år vokst til å bli svært store. Et innsnevret investeringsunivers øker dermed sannsynligheten for at fondet ikke eier de få selskapene som skaper mest verdi. Som vist i kapittel 18 innebærer dette at en eventuell utelukkelse av enkeltselskaper kan få store finansielle konsekvenser.



Figur 4.4 Flere teknologiselskaper er blitt svært store i fondet

SPUs beholdninger per 31.12.2025. Milliarder kroner.

[7] Bessembinder H. (2026).

Kilde: Norges Bank.

4.4 Utvalgets vurderinger

SPUs langsiktige avkastning er avhengig av velfungerende internasjonale finansmarkeder. Dagens investeringsstrategi med bred spredning i en rekke land ville ikke vært mulig uten forutsigbare rammer og fri tilgang til finansmarkedene på samme vilkår som andre investorer.

En portefølje spredt til mange land og selskaper reduserer risikoen for fondet. Vi vet ikke i dag hvor veksten vil bli høy i framtiden, hvilke land som vil rammes av konflikter og krig, hvilke selskaper som vil bli vinnere og hvilke som vil forsvinne. Ved å spre investeringene reduseres risikoen mot enkeltmarkeder og enkeltselskaper. Samtidig legger bred spredning til rette for at fondet vil være investert der det blir høy lønnsomhet og vekst uavhengig av hvor dette skjer.

Økt bruk av virkemidler som toll, finansielle sanksjoner eller andre inngrep mot selskaper for å oppnå politiske eller økonomiske mål kan ramme finansmarkedene, jf. kapittel 8. Økt proteksjonisme kan spille over på markedsadgangen for investorer som SPU. Fri tilgang til verdens kapitalmarkeder kan ikke tas for gitt.

USAs børsnoterte aksjemarkeder utgjør en stor andel av verdens aksjemarkeder. Det skyldes at USA er verdens største økonomi og at aksjemarkedet i USA er stort også sammenliknet med den amerikanske økonomien. Det økonomiske tyngdepunktet i verden kan i framtiden forskyves mot nye områder, i Asia, Sør-Amerika og etter hvert Afrika. Disse områdene vil da bli viktigere for fondet, og fondet vil trenge adgang også til disse markedene.

Utelukkelser av selskaper etter de etiske retningslinjene har fram til nå ikke vesentlig påvirket fondets risikoegenskaper. Samlet verdi av de utelukkede selskapene er likevel betydelig, og ytterligere utelukkelser vil kunne få større virkning. En eventuell utelukkelse av ett eller flere av de store teknologiselskapene, ville få vesentlige virkninger, jf. kapitlene 17 og 18. Det ville også svekke fondets mulighet til å være et bredt diversifisert globalt fond. Kapittel 8 drøfter dette nærmere.

5 Etisk forpliktelse: Unngå selskaper som medvirker til grove normbrudd

5.1 Innledning

Spørsmålet om å innføre etiske retningslinjer for fondet ble diskutert allerede fra det ble besluttet å innføre aksjer i fondet i 1997, se nærmere omtale i kapittel 20. Det fikk de første årene likevel ikke tilslutning. Det ble her vist til både prinsipielle grunner og at etiske retningslinjer ville være vanskelig å praktisere. I 2001 ble Petroleumsfondets folkerettsråd opprettet for å vurdere om investeringer gjennom fondet kunne innebære brudd på Norges folkerettslige forpliktelser.

I Revidert nasjonalbudsjett 2002 ba finanskomiteen regjeringen om å nedsette et utvalg som skulle fremme forslag til etiske retningslinjer for fondet. Regjeringen Bondevik II satte ned et utvalg ledet av professor Hans Petter Graver. Utvalget la året etter fram sin utredning NOU 2003: 22 *Forvaltning for fremtiden* med forslag til etiske retningslinjer. Retningslinjene ble innført i 2004.

Selskapene som Statens pensjonsfond utland (SPU) investerer i, er underlagt lover og regler der de opererer. Lovverk er ment å sørge for at selskapene opptrer i tråd med det som kan aksepteres i et samfunn. Markedene som inngår i fondets referanseindeks, blir videre vurdert av en anerkjent indeksleverandør, og Norges Banks hovedstyre skal godkjenne alle markeder før banken kan investere i dem. Dette er mekanismer som alle bidrar til at fondet investeres i markeder med høye standarder og som dermed reduserer risikoen for grove normbrudd i fondets portefølje. Et nærliggende spørsmål å stille på denne bakgrunn er hvorfor vi i tillegg trenger et etisk rammeverk for å ivareta fondets etiske forpliktelser.

For å belyse dette nærmere ser vi i avsnitt 5.2 på lover og regler som selskaper i fondet er underlagt. Et sentralt poeng er at rettssystemet er godt utbygd i mange land, men ikke alle. Slike forskjeller mellom land var også en viktig motivasjon for utviklingen av OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper og FNs veiledende prinsipper for næringsliv og menneskerettigheter (UNGP), jf. avsnitt 5.4. Før det omtales indeksleverandørens kriterier for hvilke markeder som inngår i fondets referanseindeks og Norges Banks markedsgodkjenning i avsnitt 5.3.

Det etiske rammeverket for fondet kommer i tillegg til disse kontrollmekanismene. Vi bygger i denne utredningen på det etiske grunnlaget Graverutvalget la til grunn, jf. nærmere omtale i kapittel 20.

5.2 Rettslige rammer for selskaper

Formålet med retningslinjene for observasjon og utelukkelse av selskaper fra SPU er å unngå at fondet er investert i selskaper som forårsaker eller medvirker til alvorlige krenkelser av grunnleggende etiske normer etter kriterier fastsatt i retningslinjene, se avsnitt 5.5 nedenfor. Dette angir en terskel for normbrudd som nok er høyere enn det som vanligvis vil følge av

nasjonal lovgiving. I så tilfelle vil det være naturlig å forvente at det nasjonale rettssystemet griper inn før de etiske retningslinjene blir aktuelle å anvende.

Lovgiving som regulerer et selskaps aktiviteter, kan deles i to kategorier etter hvilken stat som fastsetter reglene; lovgiving der selskapet utfører aktiviteten sin og lovgiving der selskapet er registrert (hjemstaten).

Lokal lovgiving håndheves av nasjonale myndigheter. SPU er investert i nær 70 land i verden, og selskapene i fondet har virksomhet i enda flere, jf. kapittel 4. Det er til dels store variasjoner mellom landene hvordan selskaper reguleres og hvordan lover og regler blir håndhevet.

I land med velfungerende rettssystemer er konvensjoner om menneskerettigheter, antikorrupsjon og miljø som regel innarbeidet i nasjonal lovgiving og håndheves effektivt av myndighetene. I flere land kan imidlertid lovverk, håndheving og institusjoner være mangelfulle. Selv grove normbrudd kan dermed skje uten at nasjonale myndigheter griper inn. Dette er på tross av at også mange av disse landene har sluttet opp om de nevnte konvensjonene.

Normbrudd i slike jurisdiksjoner kan være utført av lokale selskaper eller av utenlandske selskaper som har virksomhet der. Handlinger som ikke nødvendigvis er ulovlige der normbruddet foregår, eller som ikke etterforskes eller på annen måte blir fulgt opp med rettslige midler der, kan likevel utgjøre lovbrudd i selskapets hjemland. I noen tilfeller kan slike normbrudd etterforskes og påtales av hjemlandets myndigheter. Det kan også være tale om andre former for rettslig oppfølging dersom vilkårene for strafferettslig forfølgning ikke er oppfylt. Rammene for dette varierer mellom ulike land.

I praksis er det utfordrende for selskapets hjemland å håndheve normbrudd i andre land. For det første er ikke normbruddet i den lokale jurisdiksjonen nødvendigvis i strid med de nasjonale rettsreglene. For det andre er det komplisert å forfølge rettsstridige forhold i utlandet, blant annet å innhente bevis, gjennomføre avhør i straffesaker mv. Straffebudene i hjemlandets straffelov kan være avgrenset til noen ganske få.[1] Det kan også være mangler ved rettssystemet som gjør andre former for rettsmidler enn straff utfordrende.

Produktkriteriene har et annet grunnlag enn adferdskriteriene. De er rettet mot hva selskapet produserer, ikke selskapers adferd, og grunnlaget varierer mellom kriteriene. Våpenkriteriet bygger i stor grad på konvensjoner og humanitære prinsipper. Tobakk og termisk kull er lovlig å produsere og forbruke i de fleste land, mens cannabis til rusformål er lovlig i enkelte jurisdiksjoner.

[1] I Norge kan visse lovbrudd som er begått i utlandet av et selskap registrert i Norge straffes etter norsk lov. Etter straffeloven § 5 første ledd gjelder det når handlingen også er straffbar i landet der den ble begått (dobbel straffbarhet). Det gjelder også uten dobbel straffbarhet når handlingen blant annet er krigsforbrytelse, folkemord eller forbrytelse mot menneskeheten, brudd på krigens folkerett, visse seksuallovbrudd, terrorrelaterte lovbrudd, korrupsjon eller brudd på sanksjonsloven § 4.

5.3 SPUs referanseindeks og Norges Banks godkjenning av markeder

5.3.1 SPUs referanseindeks for aksjer

SPUs referanseindeks for aksjer tar utgangspunkt i en indeks satt sammen av indeksleverandøren FTSE Russell. Indeksleverandøren klassifiserer markeder som utviklede, framvoksende eller frontmarkeder. Finansdepartementet har besluttet at bare utviklede og framvoksende markeder inngår i fondets referanseindeks.

Indeksleverandørene vurderer hvilke markeder som skal klassifiseres som utviklede eller framvoksende etter nærmere bestemte kriterier. Markedene skal være tilgjengelige, velfungerende og investerbare for internasjonale investorer. De skal også gi tilstrekkelig beskyttelse for investorenes midler.

Indeksleverandøren vurderer ikke direkte landenes lovgiving og håndheving på områder som korrupsjon, miljøskade og menneskerettigheter, jf. kapittel 19. Indeksleverandøren vurderer heller ikke andre normative eller bærekraftsforhold ved markedene som er relevante for fondets etiske rammeverk. FTSE Russells klassifisering baseres på ulike indikatorer for kvalitet på kapitalmarkeder, herunder at det skal være uavhengig tilsyn, vern av minoritetsaksjonærer og åpenhet. Dette er samtidig institusjoner som er viktige for å håndheve reguleringer av bærekraftshensyn mv. Finansdepartementet har pekt på at framvoksende markeder gjennomgående har svakere institusjoner og mindre åpenhet.[2]

I 2021 besluttet Finansdepartementet at referanseindeksen inntil videre ikke skulle utvides med flere markeder, selv om de ble inkludert av indeksleverandøren. Diversifiseringsgevinsten ved å ta inn flere markeder ble antatt å være begrenset. Departementet varslet at en eventuell utvidelse vil vurderes ved framtidige gjennomganger av sammensetningen av referanseindeksen. Ekspertrådet for SPU skrev i sin rapport for 2025 at «*dersom en venter for lenge med slike gjennomganger, kan en risikere at referanseindeksen for aksjer ikke fanger opp viktige utviklingstrekk i verdensøkonomien*».[3]

5.3.2 Norges Banks godkjenning av markeder

Norges Bank skal i henhold til sitt mandat fra Finansdepartementet godkjenne alle markeder før fondet investerer i dem, også markeder som inngår i referanseindeksen.[4] Banken skal ha rutiner for godkjenning og jevnlig vurdere allerede godkjente markeder. Bankens godkjenning skal bidra til en effektiv gjennomføring av forvaltningsoppdraget og *«sikre en helhetlig styring, kontroll og oppfølging av all relevant investeringsrisiko og operasjonell risiko, herunder landrisiko»,* jf. mandatet § 3-11 andre ledd.

---

[2] Meld. St. 24 (2020–2021) Statens pensjonsfond 2021, s. 58.

[3] Ekspertrådet for Statens pensjonsfond utland (2026), Rapport 2025, s. 25.

[4] Kravet har stått i mandatet siden det ble fastsatt i 2010.

Banken har hittil godkjent alle aksjemarkedene i referanseindeksen.[5] I tillegg har banken godkjent aksjeinvesteringer i 17 markeder som ikke inngår i referanseindeksen.

I 2021 skrev Finansdepartementet i stortingsmeldingen om fondet at departementet legger til grunn at banken i godkjenningsprosessen av nye markeder også «*legger vekt på at det skal være mulig å følge opp bankens ansvar for å drive en ansvarlig forvaltning*».[6] Det ble videre vist til at «*tilgang på informasjon og vurderinger av relevant risiko, som land- og politisk risiko, samt risiko knyttet til miljø, samfunnsmessige forhold og selskapsstyring i de ulike markedene, er viktige forhold ved beslutninger om å gå inn i nye markeder*».

Departementet fulgte her opp forslag fra Mestadutvalget i NOU 2020: 7 *Verdier og ansvar*.[7] I meldingen ble det videre presisert at Norges Banks burde vurdere og eventuelt godkjenne markeder med jevne mellomrom, ikke bare ved førstegangs investering. Banken burde dessuten rapportere om markedsgodkjenningen.

Norges Banks hovedstyre har utarbeidet et styringsdokument om godkjenning av markeder. Av styringsdokumentet framgår det at banken skal vurdere følgende:[8]

- *«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 minoritetsaksjonærers rettigheter og restriksjoner på utenlandsk eierskap*

  Dersom et marked kategoriseres som forhøyet risiko, skal det gjennomføres ytterligere analyser for å avdekke og håndtere eventuell risiko ved fondets investeringer gjennom både interne og eksterne investeringsmandater.»

---

[5] Pakistan ble opprinnelig ikke godkjent av Norges Bank da landet først gikk inn i referanseindeksen. Det skyldtes blant annet at banken mente aksjonærbeskyttelsen var utilstrekkelig. Norges Bank godkjente senere Pakistan som markedsplass. FTSE reklassifiserte markedet i 2024. Da gikk Pakistan ut av referanseindeksen. Fondet har ingen investeringer i Pakistan per i dag.

[6] Meld. St. 24 (2020–2021) Statens pensjonsfond 2021, s. 138–139.

[7] NOU 2020: 7, s. 240.

[8] Norges Bank (2025), «Rutiner for godkjenning av finansielle instrumenter, markeder og utstedere av statsobligasjoner», fastsatt av hovedstyret 9. desember 2025. Tilgjengelig på nbim.no.

5.4 OECDs og FNs retningslinjer

5.4.1 Formål og bakgrunn

OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper og FNs veiledende prinsipper for næringsliv og menneskerettigheter (UNGP) ble blant annet laget fordi rettslig regulering og håndheving var mangelfull i mange land.

OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper ble lansert i 1976 og er senere revidert flere ganger. Flernasjonale selskaper hadde da fått økende økonomisk betydning. Økt globalisering bandt markeder og selskaper tettere sammen på tvers av landegrenser. Samtidig ble produksjon flyttet til land med svakere institusjoner, mer autoritære regimer eller mangelfull håndhevelse av arbeidslivs- og miljøstandarder. OECD ønsket derfor å etablere et felles sett av forventninger til ansvarlig adferd og til håndtering av negative effekter av globaliseringen for mennesker, samfunn og miljø.[9]

Den reviderte versjonen av retningslinjene fra 2023 sier at formålet er å oppmuntre selskaper til å bidra positivt til økonomisk, miljømessig og sosial utvikling. Selskapene skal også redusere risikoen for negative konsekvenser av egen virksomhet. Retningslinjene sier videre at ansvarlig forretningspraksis kan bidra til mer rettferdig konkurranse globalt, styrke et velfungerende og dynamisk næringsliv og øke næringslivets bidrag til bærekraftig utvikling, inkludert bedre løsninger for å håndtere og tilpasse seg klimaendringer.[10]

Statene som har vedtatt retningslinjene, skal arbeide aktivt for at næringslivet respekterer retningslinjene, både nasjonalt og internasjonalt. Retningslinjene stiller ikke rettslig krav til næringslivet om etterlevelse, men det er samtidig en klar forventning fra myndighetene om at selskaper tar retningslinjene i bruk.

Stater må også etablere såkalte nasjonale kontaktpunkter som skal bidra til å fremme retningslinjene. De skal behandle og bidra til å løse enkeltsaker om etterlevelse av retningslinjene.

I Norge er retningslinjene innarbeidet i statens eierskapspolitikk.[11]

Retningslinjene dekker hele bredden av næringslivets samfunnsansvar, inkludert åpenhet og rapportering, menneskerettigheter, arbeidstakerrettigheter, miljø, klima, korrupsjon, forbrukervern, skatt, konkurranse, vitenskap og teknologi.

FNs veiledende prinsipper for næringsliv og menneskerettigheter (UNGP) ble vedtatt i 2011 og ble tatt inn i OECDs retningslinjer samme år. Prinsippene er senere også tatt inn i andre rammeverk og standarder. UNGP har etablert seg som den rådende internasjonale standarden for hva som forventes av stater og næringsliv på menneskerettighetsområdet. Flere land, inkludert Norge, har innført lovregulering om ansvarlig næringsliv basert på OECDs

[9] OECD (1976), Declaration on International Investment and Multinational Enterprises.

[10] OECD (2023), OECD Guidelines for Multinational Enterprises on Responsible Business Conduct, Preface, punkt 1, s. 10. Tilgjengelig på oecd.org.

[11] Meld. St. 6 (2022–2023) Et grønnere og mer aktivt statlig eierskap.

retningslinjer og UNGP. Åpenhetsloven slår for eksempel fast at virksomheter skal utføre aktsomhetsvurderinger i tråd med OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper.[12]

UNGP ble utviklet av FNs spesialrepresentant for næringsliv og menneskerettigheter, John Ruggie. Han pekte på at store selskaper med global virksomhet var regulert i nasjonal lovgiving som hadde et varierende vern av menneskerettighetene. Økt globalisering utfordret derfor samfunnets kapasitet til å håndtere negative konsekvenser fra selskapers virksomhet. Selskaper kunne begå urett uten at de ble pålagt sanksjoner eller å gi oppreisning for ofrene. John Ruggie skrev blant annet følgende i sin rapport til FNs menneskerettighetsråd i 2008 (vår oversettelse):[13]

> *«Rettslige mekanismer er ofte utilstrekkelig utrustet til å gi effektive rettsmidler for ofre for selskapsrelaterte overgrep. … De kan mangle et rettslig grunnlag i nasjonal rett for å fremme et krav. Selv der det er mulig å reise saken, kan politiske, økonomiske eller rettslige hensyn vanskeliggjøre håndhevingen. … Retten er i langsom utvikling som svar på noen av disse hindringene. … Stater bør styrke domstolenes kapasitet til å behandle klager og håndheve rettsmidler overfor alle selskaper som opererer i eller er hjemmehørende på deres territorium, samtidig som det gis vern mot grunnløse søksmål. Statene bør også fjerne hindringer for tilgang til rettspleien, herunder for utenlandske saksøkere – særlig der de påståtte overgrepene når nivået av omfattende og systematiske menneskerettighetsbrudd.»*

Det var ifølge Ruggie behov for et globalt minimumsnivå av forventninger. Han understreket at rammeverket skulle være realistisk, praktisk og forankret i eksisterende statlige forpliktelser. Det skulle ikke skape nye folkerettslige plikter, men samle dem i ett system.

Rammene for den ansvarlige forvaltningen i SPU er blant annet basert på OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper og FNs veiledende prinsipper for næringsliv og menneskerettigheter (UNGP).

I kapittel 6 gjøres det rede for hovedinnholdet i UNGP og OECDs retningslinjer og hva de betyr for institusjonelle investorer som SPU.

5.5 Etisk grunnlag for gjeldende rammeverk

5.5.1 Innledning

Graverutvalget fikk som mandat å fremme forslag til etiske retningslinjer for Statens petroleumsfond. Utvalget skrev selv at etiske retningslinjer for fondet ville «*gå ut over det som kan sies å være statens og fondets rettslige forpliktelser. Det kan neppe ut fra gjeldende rett i dag stilles særlig vidtgående krav til at fondet skal ta hensyn til etikk i sine investeringer*

[12] Se blant annet Prop. 147 L (2024–2025) Lov om endringer i anskaffelsesloven (samfunnshensyn mv.) og Prop. 150 L (2020–2021) Lov om virksomheters åpenhet og arbeid med grunnleggende menneskerettigheter og anstendige arbeidsforhold (åpenhetsloven).

[13] FNs spesialrepresentant John Ruggie (2008), Protect, Respect and Remedy: a Framework for Business and Human Rights, A/HRC/8/5, s. 23.

og i sin forvaltning.»[14] Etiske regler for fondet innebærer at fondet tar og utøver et sosialt ansvar som strekker seg utover rettslige minstekrav.

Graverutvalgets utredning etablerte et grunnlag for det etiske rammeverket som siden har vært gjeldende for forvaltningen av fondet.

5.5.2 Etiske forpliktelser

Graverutvalget mente retningslinjene burde bygge på følgende to etiske forpliktelser:

- *«Petroleumsfondet er et virkemiddel for å sikre kommende generasjoner en rimelig andel av landets oljerikdom. Denne finansformuen må forvaltes slik at den gir god avkastning på lang sikt, noe som er avhengig av en bærekraftig ut vikling i økonomisk, økologisk og sosial forstand. Fondets finansielle interesser skal styrkes ved at eierposisjoner fondet har, brukes for å fremme en slik bærekraftig utvikling.*
- *Petroleumsfondet skal ikke foreta investeringer som utgjør en uakseptabel risiko for at fondet medvirker til uetiske handlinger eller unnlatelser som for eksempel krenkelser av grunnleggende humanitære prinsipper, grove krenkelser av menneskerettighetene, grov korrupsjon eller alvorlige miljøødeleggelser.»* [15]

Forvaltningen skulle ifølge utvalget ivareta begge disse forpliktelsene. Om den første viste utvalget til at vi forvalter ikke Petroleumsfondet bare på vegne av oss selv, men *«også på vegne av kommende generasjoner. Fondet er på denne måten en formue det hviler odel på».*[16] Videre heter det i vedlegg 2 i utvalgets utredning:

> *«En viktig bakgrunn for opprettelsen av Petroleumsfondet er ønsket om å sikre at også kommende generasjoner av nordmenn får ta del i petroleumsressursene. En målsetning for fondet er dermed å ivareta den etiske forpliktelse vi har til å forvalte inntektene fra Nordsjøen på en måte som sikrer økonomisk handlingsrom for våre etterkommere.»*

Utvalget skrev videre:

> *«Dette er imidlertid ikke den eneste etiske forpliktelsen som påligger oss som eiere av petroleumsfondet. Vi er forpliktet til å respektere og ivareta grunnleggende rettigheter hos alle mennesker og til å bidra til en bærekraftig utvikling.»*

5.5.3 «Overlappende konsensus» heller enn en bestemt etisk teori

Graverutvalget drøfter flere ulike etiske teorier som mulige grunnlag for et etisk rammeverk for fondet.[17] Utvalget skrev samtidig at *«det ikke ville være ønskelig å legge en bestemt etisk*

---

[14] NOU 2003: 22 Forvaltning for fremtiden, vedlegg 6, s. 84.

[15] NOU 2003: 22 Forvaltning for fremtiden, s. 40.

[16] NOU 2003: 22 Forvaltning for fremtiden, s. 12.

[17] NOU 2003: 22, vedlegg 2 Etiske grunnspørsmål i utformingen av etiske retningslinjer for Petroleumsfondet.

teori til grunn».[18] Formålet var først og fremst at fondets investeringer *«skjer i overensstemmelse med de grunnleggende etiske oppfatningene til eierne av fondet. Dette betyr at vi må ta utgangspunkt i nordmenns etiske oppfatninger*». Utvalget viste her til både nålevende og framtidige generasjoner.

Utvalget skrev at i et samfunn som det norske eksisterer det ingen enighet om ett bestemt etisk perspektiv. I mange tilfeller vil man likevel komme fram til samme svar på etiske spørsmål. Men ulike personer kan *«begrunne disse standpunktene på forskjellig måte. Noen vil appellere til et religiøst grunnsyn, andre til en bestemt moralfilosofisk oppfatning.»* At personer med ulike grunnsyn likevel kan samles om de samme standpunktene, er kjernen i det som gjerne kalles en «*overlappende konsensus*».

Et neste spørsmål er hvordan man kan avdekke hvilke etiske standpunkt det er enighet om. Hvilke allmenne forpliktelser er erkjent av norske myndigheter og har bred oppslutning i det norske folk? For å sikre *«at de etiske retningslinjene har den nødvendige demokratiske forankring»,* og for å ta hensyn til *«usikkerheten omkring hvilke etiske standpunkter fremtidige generasjoner av nordmenn vil innta»*, mente utvalget det var viktig at retningslinjene gjenspeiler en stabil enighet.[19]

Norsk politikk i det daglige er gjerne et resultat av politiske kompromisser. Slike kan skifte og gir ikke nødvendigvis uttrykk for en stabil enighet over tid. Et mer naturlig sted å søke etter de stabile hovedlinjer var ifølge utvalget *«de internasjonale avtaler og konvensjoner på menneskerettighetsområdet som Norge har sluttet seg til»*. Utvalget viste til internasjonale miljøkonvensjoner og avtaler som Norge har sluttet seg til innenfor ulike områder, og at tilslutning til disse «*kan sees som et uttrykk for forpliktelser vi har overfor dyr og naturmiljø»*.[20]

Professor i folkerett Simon Chesterman beskriver denne tilnærmingen slik (vår oversettelse):

> *«Graver-rapporten tok sikte på å identifisere en overlappende konsensus av etiske verdier som har vist seg å være konsistente over tid, og bygget i stor grad på internasjonalt anerkjente prinsipper fremfor å forsøke å utvikle et eget normativt grunnlag forankret i norsk nasjonal kultur eller politikk. Rapporten viste særlig til prinsipper om miljøvern, menneskerettigheter, arbeidsstandarder og eierstyring og selskapsledelse slik disse er nedfelt i FNs Global Compact og vedtatt av Den internasjonale arbeidsorganisasjonen (ILO), Organisasjonen for økonomisk samarbeid og utvikling (OECD) og FNs underkommisjon for fremme og beskyttelse av menneskerettigheter.»*[21]

[18] NOU 2003: 22, vedlegg 2, s. 47.

[19] NOU 2003: 22, vedlegg 2, s. 48.

[20] NOU 2003: 22, vedlegg 2, s. 49 og 51.

[21] Chesterman (2011), s. 46.

5.5.4 Konvensjoner bidrar som sentrale holdepunkter

Graverutvalget mente at internasjonale konvensjoner bidrar til å konkretisere *«hva som ligger innenfor rammen av en internasjonal konsensus med hensyn til minstekrav som bør stilles til respekt for grunnleggende rettigheter globalt, og de standarder som bør gjelde for beskyttelse av miljøet og menneskers liv og helse»*.[22] De kunne ifølge utvalget dermed være et utgangspunkt for å identifisere hvilke problemstillinger det er relevant å legge vekt på når etiske retningslinjer for fondet skal utformes.

Graverutvalget pekte også på at mange av de temaene som konvensjonene omhandler, er konkretisert gjennom frivillige retningslinjer for ansvarlig virksomhet fra FN og OECD. Slike retningslinjer kan derfor danne utgangspunkt for de etiske retningslinjene for fondet. Det vil bidra til at *«de relevante menneskerettighets-, arbeidstakerrettighets- og miljøkonvensjonene tematisk inngår i grunnlaget for retningslinjene, samtidig som man kan bygge på det arbeidet som er gjort for å omsette disse normene i konkrete handlingsregler for selskaper»*.[23]

Graverutvalgets forslag til etiske retningslinjer bygget dermed på konvensjoner og standarder som Norge har sluttet opp om.

Også Mestadutvalget mente at *«et etisk rammeverk som har en forankring i internasjonale konvensjoner, standarder og retningslinjer, gir et godt grunnlag for konsensus nasjonalt og internasjonalt»*.[24] Utvalget skrev samtidig at en direkte kobling til konvensjoner likevel ikke er hensiktsmessig for alle kriteriene i retningslinjene: *«I noen tilfeller gir slike instrumenter veiledning (for eksempel når det gjelder brudd på arbeidstakerrettigheter), men i andre tilfeller finnes ikke tilsvarende detaljerte normsett (for eksempel når det gjelder tap av naturmangfold). Kriteriene reflekterer internasjonale og norske grunnleggende etiske verdier.»*

Både Graverutvalget og Mestadutvalget viser til internasjonale konvensjoner som uttrykk for standarder som det er konsensus om – etisk sett. Det har ikke vært hensikten å sette likhetstegn mellom det etiske rammeverket for SPU og rettslige enkeltstandpunkter til hva hver konvensjon gir uttrykk for i konkrete tilfeller, fastsatt ved tolkning etter rettslige kriterier og ved bruk av rettslig metodikk. Henvisningen til internasjonale konvensjoner som referansenormer for etiske vurderinger må forstås som en henvisning til hovedinnholdet i konvensjonene – det faktum at de prioriterer beskyttelsen av enkelte interesser – og ikke andre – som uttrykk for prinsipper det må antas å være etisk konsensus om. Det kan derimot være betydelig mindre konsensus både nasjonalt og internasjonalt om enkeltstående tolkningsutfall i saker som undergis rettslige vurderinger. Bruk av konvensjonene som referanse for etiske retningslinjer må forstås slik at de er verdimessig veiledende på et overordnet plan, ikke at konvensjonene nødvendigvis gir klare og enkle svar i hvert enkelt tilfelle. Det siste er den juridiske metodens domene, ikke etikkens.

---

[22] NOU 2003: 22, vedlegg 7 Retningslinjenes etiske grunnlag, s. 96.

[23] NOU 2003: 22, vedlegg 7 Retningslinjenes etiske grunnlag, s. 102.

[24] NOU 2020: 7 Verdier og ansvar, s. 14.

5.5.5 De etiske forpliktelsene ivaretas gjennom tre virkemidler

Graverutvalget foreslo etiske retningslinjer med tre virkemidler: eierskapsutøvelse, produktbasert utelukkelse og adferdsbasert utelukkelse av selskaper.

Graverutvalget foreslo *eierskapsutøvelse* for å bidra til å oppfylle forpliktelsen vi har overfor senere generasjoner i forvaltningen av fondet. Utvalget anbefalte at det overordnede målet for Norges Banks eierskapsutøvelse var å sikre fondets finansielle interesser og skulle bygge på *FNs Global Compact* og *OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper*. Utvalget la til grunn at eierskapsutøvelse som bidrar til en bærekraftig utvikling, gir økt avkastning for fondet på lang sikt.

Etter 2003 er i tillegg *FNs veiledende prinsipper for næringsliv og menneskerettigheter (UNGP)* lagt til som normgrunnlag i den ansvarlige forvaltningen.

Graverutvalget mente videre at *produksjon av visse typer våpen* var uetisk og foreslo å utelukke produsenter av «*våpen som ved normal anvendelse bryter med grunnleggende humanitære prinsipper*». Dette ble spesifisert til å omfatte blant annet biologiske våpen, kjemiske våpen, kjernevåpen, ikke-detekterbare fragmenter, brannvåpen, blindende laservåpen, antipersonellminer og klaseammunisjon.

Etter 2003 er det i tillegg lagt til produktbaserte kriterier for utelukkelse rettet mot tobakk, cannabis for rusformål og kull. Disse knytter seg ikke nødvendigvis til etiske normbrudd som de øvrige kriteriene bygger på, men hviler på andre hensyn som norske myndigheter har tillagt vekt.

Graverutvalget mente fondet også burde unngå å være investert i selskaper *som gjennom sin adferd* utgjør en uakseptabel risiko for at fondet medvirker til *uetiske handlinger eller unnlatelser*. Slik uetisk adferd omfattet etter utvalgets forslag grove eller systematiske krenkelser av menneskerettighetene, alvorlige krenkelser av individers rettigheter i krig eller konfliktsituasjoner, alvorlig miljøskade, grov korrupsjon og særlig grove brudd på andre grunnleggende etiske normer.

Etter 2003 er det i tillegg kommet til kriterier rettet mot uakseptable utslipp av klimagasser og salg av våpen som brukes i strid med folkerettens regler for stridighetene. Annen grov økonomisk kriminalitet er føyd til i korrupsjonskriteriet.

Observasjon ble innført som virkemiddel i 2010. Etter retningslinjenes § 6 femte ledd kunne observasjon benyttes «*der det er tvil om vilkårene for utelukkelse er oppfylt, om utviklingen framover i tid eller der det av andre årsaker finnes hensiktsmessig».* Etikkrådet har fulgt opp selskaper som er satt til observasjon, vanligvis årlig gjennom brev og dialog. Varigheten har normalt vært satt til fire år. Dersom nye normbrudd er blitt avdekket eller hvis selskapet ikke har redusert risikoen for framtidige normbrudd, har Etikkrådet kunnet anbefale utelukkelse.

5.5.6 Avveiinger ved motstrid mellom etiske hensyn

Ifølge Graverutvalget kan det være behov for å avveie de etiske forpliktelsene dersom de kommer i konflikt. Eventuelle økonomiske kostnader ved utelukkelser må ifølge utvalget holdes opp mot etiske standpunkter:

«Dersom de hviler på et bredt og stabilt grunnlag, er det etter utvalgets oppfatning uetisk ikke å følge sine forpliktelser på grunn av antagelser om mulig redusert avkastning. Når konsekvensene av etiske standpunkter blir mer omfattende slik at det er mulig på et sikkert grunnlag å påvise en direkte kostnad, må man vurdere om det finnes bedre måter å nå sine etiske mål på enn gjennom å ta en økonomisk belastning på Petroleumsfondet. Det er derfor viktig å beregne de mulige og sannsynlige konsekvenser av forskjellige etiske filtre slik at det kan avgjøres hvor relevant økonomiske vurderinger er for det enkelte valg.»[25]

I situasjoner hvor det kan være konflikt mellom ulike mål, må det ifølge utvalget prioriteres mellom ulike hensyn. Følgende tre steg kunne da fungere som et utgangspunkt:

«1. Identifisere situasjoner hvor ulike etiske hensyn kommer i konflikt og situasjoner hvor de ikke gjør det

2. Vurdere hvorvidt petroleumsfondet er det best egnede virkemiddel til å ivareta bestemte etiske forpliktelser

3. Veie etiske hensyn som er i konflikt, og som man ønsker å ivareta, opp mot hverandre.» [26]

Det vil ifølge Graverutvalget være usikkerhet om hvordan ulike etiske retningslinjer påvirker både avkastning og risiko og sosiale forhold og miljø. Ifølge Graverutvalget vil det i praksis være nødvendig å utøve skjønn når man skal sammenlikne og avveie så ulike typer hensyn mot hverandre.[27]

5.6 Utvalgets vurderinger

Utvalget mener det er viktig å videreføre et etisk rammeverk for fondet. Land med godt utviklede rettssystemer ivaretar i stor utstrekning også rettigheter for å ivareta mennesker og miljø. Rettstilstanden er imidlertid ikke like godt utbygd i alle land. Kriterier for hvilke markeder som inngår i SPUs referanseindeks og Norges Banks godkjenning av markeder der selskaper er notert, gjenspeiler bare delvis anerkjente standarder for en etisk og ansvarlig forvaltning. Et etisk rammeverk vil dermed supplere andre rammer for fondets investeringer. Grunnlaget for det etiske rammeverket som ble lagt av Graverutvalget, er etter utvalgets syn fortsatt et godt utgangspunkt.

Graverutvalget løftet fram to etiske forpliktelser for fondet. Forvaltningen skal for det første søke å oppnå høy avkastning og bidra til velferd for nåværende og framtidige generasjoner. Samtidig skal forvaltningen søke å unngå å være investert i selskaper det er risiko for at de vil medvirke til grove normbrudd.

Graverutvalget la her vekt på at forvaltningen skal søke å unngå at fondet gjennom fortsatt eierskap pådrar seg et medansvar for grove og vedvarende normbrudd. Graverutvalget var

[25] NOU 2003: 22, s. 38.

[26] NOU 2003: 22, vedlegg 2, s. 53.

[27] NOU 2003: 22, vedlegg 2, s. 56.

samtidig klar på at det her ikke er snakk om ansvar i juridisk forstand. Et viktig poeng for våre vurderinger i denne utredningen er dessuten at det for en minoritetseier heller ikke automatisk følger et medansvar for normbrudd i selskapene. Det gjelder særlig når fondet aktivt bruker sine eierrettigheter for å motvirke bruddet, jf. kapittel 11. Med en viss realisme for at eierskapsutøvelse kan føre fram, kan fortsatt eierskap være etisk forsvarlig. Der eierskap ikke fører fram, vil det være selskaper vi ikke ønsker fortsatt eierskap i.

Ansvarlige selskaper med god styring kan gi bedre avkastning for eiere over tid enn selskaper preget av uetisk adferd. Det er derfor grunn til å tro *«at den forpliktelse vi har til å sikre våre etterkommere et økonomisk handlingsrom i mange situasjoner vil være sammenfallende med hensynet til andre etiske forpliktelser. Imidlertid vil det oppstå situasjoner hvor ønsket om å ivareta ulike etiske forpliktelser kommer i konflikt*.»[28] Ved konflikt vil det derfor være nødvendig å avveie de to forpliktelsene mot hverandre, se nærmere omtale i kapittel 8.

Utvalget mener videre at det etiske rammeverket fortsatt bør bygge på internasjonale konvensjoner og standarder som Norge har sluttet opp om. Som i dag vil internasjonale konvensjoner på overordnet plan gi uttrykk for normer som det må antas at både det norske samfunnet og verdenssamfunnet mener også er etisk retningsgivende. Graverutvalget beskrev dette som «*de stabile hovedlinjer*» og verdier som det er bred enighet om i Norge.[29] Graverutvalget pekte også på at en forankring i konvensjoner bidrar til å konkretisere «*internasjonal konsensus med hensyn til minstekrav som bør stilles til respekt for grunnleggende rettigheter overalt i verden*».[30] Konvensjoner for beskyttelse av menneskerettighetene, humanitærretten og miljøet er her sentrale eksempler.

Å bygge på internasjonale konvensjoner bidrar også til samsvar mellom det etiske rammeverket for fondet og statens politikk for øvrig, se også drøfting i kapittel 10. Samtidig vil utvalget understreke at dette ikke innebærer at det settes likhetstegn mellom det rettslige innholdet i konvensjoner på detaljnivå i enkeltsaker og hva konvensjonene som sådan gir av etisk veiledning. Rettslige normer bygger på en grunnleggende tanke om at kun ett korrekt svar lar seg utlede av dem i hvert enkelt tilfelle. Etiske standpunkter bygger ikke på samme enten-eller-tilnærming som jussen forutsetter.

OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper og FNs veiledende prinsipper for næringsliv og menneskerettigheter (UNGP) bidrar til å oversette flere av de temaene som konvensjonene omhandler, til praktisk anvendbare normer for selskaper og investorer. Etter retningslinjene skal investorer vise aktsomhet og fremme respekt for blant annet menneskerettigheter og miljø. Kriterier og terskel for utelukkelse av et selskap kan likevel ikke utledes av dokumentene fra OECD eller FN, men må bestemmes av egne kriterier i retningslinjene for fondet.

Rammeverkene fra OECD og FN er ikke rettslig bindende for SPU, og fondet, dets forvalter og eier, har ikke et rettslig ansvar for selskapenes adferd, jf. ovenfor. Men rammeverkene

[28] NOU 2003: 22, vedlegg 2, s. 47.

[29] NOU 2003: 22, s. 12 og 18.

[30] NOU 2003: 22, s. 19.

inneholder en forventning til at investorer søker å motvirke normbrudd og i enkelte tilfeller velger å holde seg unna selskap som vedvarende og grovt bryter slike normer, slik Graverutvalget la opp til.

Selskaper skal vurderes etter samme etiske standard uavhengig av hvor de er hjemmehørende. I land med velutviklede rettssystemer vil selskaper som er ansvarlige for grove normbrudd, også normalt bryte med nasjonal lovgivning og følges opp i nasjonal rett. For SPU er det derfor viktig med særlig aktsomhet overfor selskaper med virke i land der rettssystemet er lite utviklet og håndhevingen svak.

Boks 5.1 Legitimitet og etikk for SPU

I diskusjoner om SPU pekes det hyppig på at det er viktig at SPU har legitimitet. Hva som ligger i begrepet legitimitet, er likevel ikke alltid helt likelydende. Ifølge Bokmålsordboka brukes begrepet legitimitet om noe som er lovlig eller rettferdig eller moralsk forsvarlig.[1] I Store norske leksikon er legitimitet noe som er «*bredt akseptert, enten fordi det er godkjent i lov eller fordi det av andre grunner anses rettmessig eller rettferdig. Ofte kan det som har sterk støtte i folkemeningen bli ansett som legitimt, selv om det ikke alltid vil gjelde*».[2]

Det såkalte Sverdruputvalget, jf. NOU 2022: 12 *Fondet i en brytningstid*, drøfter legitimitet for SPU spesifikt. Utvalget uttalte blant annet:

> *«Legitimitet for SPU forutsetter bred aksept for fondets formål og alminnelig anerkjennelse for at fondet oppfyller dette formålet. Fondskonstruksjonen og investeringsstrategien må være demokratisk forankret og forvalterne av fondet må følge gjeldende lover og retningslinjer og nå de mål som er fastsatt. Målene for forvaltningen må være mulig å etterprøve og evaluere, og fondet må holde høye standarder i alle deler av sin virksomhet.»*[3]

Sverdruputvalget pekte på at *«fondets legitimitet, tillit og omdømme henger sammen: Legitimiteten springer ut av en folkelig forankring som bygger på tillit, og tilliten er blant annet påvirket av omdømmet».*[4]

> *«Vi peker på at fondets legitimitet og omdømme både hjemme og ute er avgjørende for at fondet skal lykkes. Hva som former fondets omdømme hjemme og ute kan være forskjellig. God finansiell avkastning og arbeidet med det etiske rammeverket er viktig for fondets legitimitet i Norge, men også krevende; om forventningene ikke imøtekommes, kan omdømmet svekkes. Det er derfor viktig å ha realistiske ambisjoner om hva som kan oppnås. For SPUs omdømme ute er det viktig at fondet oppfattes å være en finansiell investor og ikke er redskap i utenrikspolitikken.»*[5]

Sverdruputvalget pekte på at legitimitet hjemme og ute kan komme i konflikt. Hjemme er det viktig at befolkningen skal kunne stole på at begge de to etiske forpliktelsene ivaretas på en tilfredsstillende måte. Ute er det viktig at fondet oppfattes som en forutsigbar, finansielt motivert investor og ikke som et utenrikspolitisk virkemiddel.

Tre forhold kan ut fra dette peke seg ut som særlig sentrale for fondets legitimitet hjemme. Det første er demokratisk forankring: Stortinget har fastsatt rammene for forvaltningen i lov, og Finansdepartementet er gitt ansvaret for å forvalte fondet. Det andre er et normgrunnlag med bred tilslutning. Retningslinjene bygger ikke på ett bestemt etisk syn, men et normgrunnlag med bred støtte i befolkningen. Graverutvalget betegnet det som «de stabile hovedlinjer» i politikken eller «overlappende konsensus». Det tredje er åpenhet og en regelbasert forvaltning. Den ansvarlige og etiske forvaltningen er basert på anerkjente standarder fastsatt av departementet og forankret i Stortinget. Det bør være åpenhet om begrunnelser og praktisering innenfor rammene av en forsvarlig forvaltning.

Legitimitet lar seg ikke måle direkte. En indikator for SPU vil kunne være å se på hvordan rammeverket har stått seg over tid. Oppslutningen om fondet hjemme har ligget fast gjennom skiftende stortingsflertall. Diskusjoner om enkeltsaker har i liten grad svekket tilslutningen til rammeverket som helhet. Utenfor Norge har fondet hatt tilgang til markeder og etter utvalgets forståelse gjennomgående blitt respektert og oppfattet som en finansiell investor.

Fondets legitimitet ble også omtalt ved Stortingets behandling av fondsmeldingen våren 2026 der finanskomiteens flertall pekte på at SPU *«er et finansielt virkemiddel, og ikke et instrument for utenriks- eller næringspolitikk. Flertallet merker seg at meldingen peker på at – gitt fondet sin størrelse og synlighet – kan bli oppfattet som et uttrykk for norsk politikk. Dette kan utløse motreaksjoner og svekke fondets legitimitet og handlingsrom.»*[6]

[1] «Legitimitet», ordbøkene.no. Ordbøkene utgis i samarbeid mellom Språkrådet og Universitetet i Bergen.
[2] «Legitimitet», Store norske leksikon, snl.no.
[3] NOU 2022: 12 Fondet i en brytningstid, s. 167.
[4] NOU 2022: 12 Fondet i en brytningstid, s. 167.
[5] NOU 2022: 12 Fondet i en brytningstid, s. 166.
[6] Innst. 418 S (2025–2026), s. 12.

6 OECDs og FNs retningslinjer i forvaltningen av Statens pensjonsfond utland

6.1 Innledning

OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper er anbefalinger til selskaper med internasjonal virksomhet med formål å fremme bærekraftig utvikling gjennom ansvarlig virksomhet, handel og investeringer, jf. kapittel 5. FNs veiledende prinsipper for næringsliv og menneskerettigheter (UNGP) gir anbefalinger til stater og aktører i næringslivet om hvordan de skal beskytte og respektere menneskerettighetene. UNGP er gjenspeilet i kapittelet om menneskerettigheter i OECDs retningslinjer.

OECDs retningslinjer skaper ingen nye rettslige forpliktelser verken for stater eller selskaper. De er samtidig det eneste multilaterale og detaljerte rammeverk om ansvarlig næringsliv som mange stater, inkludert Norge, har oppnådd enighet om.

Statene som har sluttet opp om retningslinjene, har forpliktet seg politisk til å fremme dem overfor virksomheter i eget land. OECDs retningslinjer og UNGP har over tid blitt en ledende standard for ansvarlig næringsliv. Andre rammeverk, regelverk og forventninger til næringsliv og kapitalforvaltere bygger i stor grad på disse. Enkeltelementer i retningslinjene er også tatt inn i lovgiving i flere land.

Norges Bank har i tråd med sitt mandat utarbeidet prinsipper for den ansvarlige forvaltningen basert på disse standardene. Banken fremmer markedsstandarder og stiller forventninger til selskaper. Standardene sikter mot å forbedre selskapers adferd, men setter ikke kriterier og terskler for når en investor bør utelukke et selskap fra sin investeringsportefølje.

Rammeverkene omtales kort i avsnitt 6.2. I avsnittene 6.3 og 6.4 er det utdypet hvordan rammeverkene følges opp i forvaltningen av SPU. Utvalgets vurderinger følger i avsnitt 6.5.

6.2 Om rammeverkene fra FN og OECD

6.2.1 FNs veiledende prinsipper for næringsliv og menneskerettigheter (UNGP)

UNGP gir anbefalinger til stater og næringslivsaktører om hvordan de kan beskytte og respektere menneskerettigheter. UNGP består av tre pilarer:

- statenes plikt til å beskytte menneskerettighetene
- næringslivets eget ansvar for å respektere menneskerettighetene
- statenes og næringslivets ansvar for å bidra til effektive klageordninger for personer som mener seg utsatt for krenkelser av menneskerettighetene i forbindelse med næringslivsvirksomhet

UNGP setter en global standard for hva som forventes av selskaper, uavhengig av hva som følger av lokale lover og regler. Selskapene forventes å unngå å forårsake eller bidra til

krenkelser og håndtere krenkelser dersom de skulle oppstå. Selskapene forventes også å ha oversikt over risiko for krenkelser av menneskerettigheter i leverandør- og verdikjeden og andre «forretningsforbindelser». Aktsomhet for å håndtere risiko for negativ påvirkning på menneskerettigheter står her sentralt, se avsnitt 6.2.2.2 nedenfor.

6.2.2 OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper om ansvarlig næringsliv

6.2.2.1 Om retningslinjene

OECDs retningslinjer bygger på anerkjente FN-standarder og dekker hele bredden av næringslivets samfunnsansvar. De omfatter åpenhet og rapportering, menneskerettigheter, arbeidstakerrettigheter, miljø, klima, biologisk mangfold, korrupsjon, forbrukervern, skatt, konkurranse, vitenskap og teknologi. Retningslinjenes kapittel om menneskerettigheter er som nevnt i samsvar med UNGP.

6.2.2.2 Aktsomhetsvurderinger

Da UNGP ble tatt inn i OECDs retningslinjer i 2011, ble også aktsomhetsvurderinger (*due diligence*) et sentralt element.[1] Selskaper forventes å gjøre slike vurderinger for å håndtere risiko for negativ påvirkning på mennesker, samfunn og miljø.

Dette er en prosess der et selskap systematisk *kartlegger, forebygger og håndterer negativ påvirkning.* Virksomheten kan *forårsake* slik påvirkning*, bidra til* den eller være *direkte knyttet til* den. Det kan skje gjennom egen drift eller i verdikjeden og gjennom forretningsforbindelser (business relationship). Det innebærer blant annet å:

- Kartlegge risiko – selskaper må analysere hvordan deres virksomhet, inkludert i leverandørkjeden, kan påvirke mennesker, samfunn og miljø negativt.
- Forebygge – selskaper bør iverksette strategier for å unngå skadevirkninger og for å underbygge bærekraftig drift.
- Vise åpenhet og rapportere – selskaper oppfordres til å vise åpenhet om sine tiltak og utfordringer.
- Ta ansvar i leverandørkjeden – retningslinjene gjelder ikke bare for selskapets egen drift, men også for leverandør- og verdikjeden og andre forretningsforbindelser.

OECD har utarbeidet en egen veileder med praktiske råd til virksomheter i deres arbeid med aktsomhetsvurderinger. Det er også utarbeidet egne veiledere for utvalgte sektorer, blant annet for institusjonelle investorer som SPU.

6.2.2.3 Veilederen for institusjonelle investorer

Veilederen for institusjonelle investorer ble utarbeidet i 2017. Finansdepartementet og Norges Bank var involvert i dette arbeidet.

[1] OECD-retningslinjenes krav til aktsomhet dekker ikke kapitlene om konkurranse og beskatning. OECD (2023), OECD Guidelines for Multinational Enterprises on Responsible Business Conduct, kommentar 18 til kapittel II, s. 18. Tilgjengelig på oecd.org.

Som minoritetsaksjonær anses en investor som Norges Bank via sine porteføljeinvesteringer å ha en «direkte forbindelse» til virksomheter som forårsaker eller bidrar til negative forhold. I retningslinjene defineres en slik direkte forbindelse som en «forretningsforbindelse» («business relationship»).[2] Det forventes at en institusjonell investor gjennomfører aktsomhetsvurderinger for å identifisere risiko knyttet til om selskapene i porteføljen forårsaker eller bidrar til negative konsekvenser for mennesker, samfunn og miljø. Investorer skal søke å påvirke selskaper til å forebygge eller redusere slike negative virkninger. Investoren er likevel ikke ansvarlig for å håndtere de negative virkningene selv. Ansvaret flyttes heller ikke fra selskapet som forårsaker eller medvirker til en negativ hendelse, til minoritetsaksjonæren.

Investorer bør ha en risikobasert tilnærming. Investorer vil ofte ha mange selskaper i porteføljene sine og må derfor konsentrere områder der risikoen for negative konsekvenser er størst. Prioriteringen bør baseres på alvorlighetsgrad og hvilken betydning selskapet har for de negative konsekvensene. Det framheves at tilnærmingen må være forenlig med de juridiske forpliktelsene forvalteren har overfor kapitaleierne (fiduciary duty). Investeringens størrelse og finansielle risiko og investors mulighet til å påvirke det aktuelle selskapet er også relevant å ta hensyn til.

Veilederen viser til følgende formulering om hvordan forretningsforbindelse skal forstås for finanssektoren:

> *«As concerns the issue of financial institutions in their role as minority shareholders, including sovereign wealth funds and central banks, due regard must be paid to the sector-specific characteristics and practical and legal concerns and restrictions. This is important for our understanding of how the Guidelines could be observed within the financial sector.»* [3]

Veilederen gir ikke en presis beskrivelse av hvordan aktsomhetsvurderinger skal gjennomføres. Investorer kan ha dialog med selskaper i porteføljen, de kan delta i bransjeinitiativer eller andre former for samarbeid, ha dialog med myndigheter og med sivilsamfunnet mv. Hva som er hensiktsmessig, vil variere avhengig av investorens særtrekk, investeringsstrategi og relevante regulatoriske krav. Praksis varierer derfor betydelig mellom ulike investorer. Ifølge veilederen må investorer først og fremst etterleve lovpålagte forpliktelser i jurisdiksjonene de opererer i. Det vil også kunne påvirke hvordan aktsomhetsvurderinger gjennomføres. Investorer forventes å rapportere om arbeidet.

---

[2] I norsk sammenheng regnes en leverandør eller en kunde som forretningsforbindelse, ikke en eier. Eieren kan påvirke og påvirkes gjennom eierskapsutøvelse. Det kan ikke en forretningsforbindelse. Se OECD (2014), «Scope and application of 'business relationships' in the financial sector under the OECD Guidelines for Multinational Enterprises», og OECD (2014), «Expert letters and statements on the application of the OECD Guidelines for Multinational Enterprises and UN Guiding Principles on Business and Human Rights in the context of the financial sector».

[3] OECD (2014), s.6, gjengitt i OECD (2017), s. 17. Dokumentet er godkjent i OECDs arbeidsgruppe for ansvarlig næringsliv (Working Party on Responsible Business Conduct), som er underlagt OECDs investeringskomité.

Veilederen setter ikke terskler for når en investor skal utelukke selskaper. Den viser hvordan institusjonelle investorer kan bruke sin innflytelse til å påvirke selskapers adferd gjennom å stille forventninger til ansvarlighet. Ifølge veilederen kan utelukkelse fra en investeringsportefølje være aktuelt som «a last resort».[4] Når og hvordan et selskap utelukkes, vil blant annet avhenge av hvor alvorlig de negative konsekvensene av virksomheten er, hvilken innflytelse investoren tenkes å kunne ha på selskapets adferd, hvilke andre virkemidler som er aktuelle for investoren, investeringens betydning for porteføljen og av den enkelte investors mandat og rammebetingelser for øvrig.

Veilederen viser til at jo alvorligere normbruddet er, desto raskere vil investoren måtte se endring før det tas beslutning om hvorvidt nedsalg bør skje. Veilederen sier samtidig at en investor i enkelte situasjoner av ulike grunner kan velge å opprettholde investeringen. Det kan for eksempel være hvis en investor har muligheter for å utøve innflytelse overfor selskapet, hvis investeringen er viktig for porteføljens risikoegenskaper eller dersom det er eventuelle føringer i forvaltningsmandatet og rammebetingelsene for øvrig.[5]

Dersom investoren velger å bli værende i selskapet, bør investor fortsatt redegjøre for risikoreduserende tiltak og være oppmerksom på omdømmerisiko og finansielle og juridiske risikoer. Investor bør fortsette å overvåke utviklingen og vurdere beslutningen på ny dersom det skjer endringer i selskapet.

6.3 Forvaltningen av SPU bygger på rammeverkene fra FN og OECD

Rammeverket for ansvarlig forvaltning og de etiske retningslinjene for SPU er i tråd med OECDs retningslinjer og UNGP. Begge rammeverkene er tatt inn i mandatet fra Finansdepartementet til Norges Bank og ligger til grunn for bankens arbeid med ansvarlig forvaltning. Banken skal i henhold til mandatet søke å etablere en kjede av virkemidler i den ansvarlige forvaltningen.

Norges Bank har i tråd med mandatet utarbeidet prinsipper for ansvarlig forvaltning. Norges Bank fremmer markedsstandarder og stiller forventninger til selskapers håndtering av ulike globale utfordringer. Prinsippene og forventningene bygger på standardene fra OECD og FN.

Bankens forventningsdokumenter dekker sentrale temaer om bærekraft. Banken gjennomfører løpende aktsomhetsvurderinger, har selskapsdialoger og utøver fondets aksjonær- og stemmerett basert på disse forventningene. I tillegg har banken utviklet en markeds- og sektorbasert risikomodell for å vurdere bærekraftsrisiko for alle selskaper i porteføljen. Banken overvåker hendelser og utarbeider analyser av utvalgte tema om bærekraft. Norges Bank beskriver arbeidet med ansvarlig forvaltning i en årlig rapport. Her omtales også hvordan aktsomhetsvurderinger blir gjennomført i tråd med anbefalingene i OECDs retningslinjer. Bankens ansvarlige forvaltning er omtalt nærmere i kapittel 9 og 22.

[4] OECD (2017), s. 40.

[5] OECD (2017), s. 40.

UNGP og OECDs retningslinjer sikter mot å forbedre selskapers adferd. Rammeverkene fremmer som nevnt ikke utelukkelse av selskaper fra en investeringsportefølje som det første skrittet for en investor ved brudd på etiske normer i et selskap. Utelukkelse er snarere et alternativ som bare brukes etter at andre virkemidler har blitt uttømt eller anses som ineffektive. Det følger likevel av OECDs retningslinjer en forventning om at investorer i enkelte tilfeller kan velge å selge seg ut av selskaper.

Norges Bank har i tråd med mandatet fra Finansdepartementet etablert en kjede av virkemidler i den ansvarlige forvaltningen av fondet. Beslutninger om etisk begrunnede utelukkelser av selskaper ligger i den ene enden av denne kjeden.

De etiske retningslinjene handler om når utelukkelse kan være aktuelt for fondet. Det såkalte Mestadutvalget, jf. NOU 2020: 7, vurderte sammenhengen mellom OECDs retningslinjer og retningslinjene for observasjon og utelukkelse. Mestadutvalget uttalte blant annet:

> *«Hensikten med disse rammeverkene er […] ikke å utelukke selskaper, men å forebygge etiske normbrudd. I forvaltningen av SPU er det Norges Bank som har en slik rolle gjennom eierskapsutøvelsen, og ikke Etikkrådet. OECDs retningslinjer viser til at utelukkelse kan være aktuelt, enten på bakgrunn av et produktkriterium eller dersom det er ingen villighet i selskaper til å endre sin atferd.»*[6]

Kriterier og terskel for utelukkelse av selskaper kan likevel ikke utledes av dokumentene fra OECD eller FN, ifølge Mestadutvalget. Mestadutvalget uttalte videre at *«… både OECDs retningslinjer og FNs prinsipper likevel vil være til hjelp i Etikkrådets arbeid, blant annet ved å klargjøre hvilke forventninger som bør stilles til selskapene. Disse rammeverkene kan også bidra til at Etikkrådets skjønnsutøvelse er konsistent over tid og på tvers av ulike områder.»*[7]

6.4 SPUs særtrekk setter rammer for fondets aktsomhetsvurderinger

OECDs veileder for institusjonelle investorer forutsetter at aktsomhetsvurderingene må tilpasses den enkelte investor. Veilederen peker også på at det for statlige investorer og fond må tas hensyn til sektorspesifikke og rettslige særtrekk, jf. 6.2.2.35. SPU skiller seg fra andre institusjonelle investorer på flere måter som er relevante for hvordan OECDs retningslinjer bør anvendes. Disse særtrekkene følger av fondets eierskap, formål og rettslige grunnlag.

For SPU betyr dette at fondets formål om å oppnå avkastning og andre bestemmelser fastsatt i lov og mandat ikke kan settes til side med henvisning til OECDs retningslinjer. Det kan heller ikke statens øvrige interesser. Retningslinjene gjelder innenfor og ikke over det rettslige grunnlaget fondet er tuftet på.

[6] NOU 2020: 7 Verdier og ansvar, s. 158.

[7] NOU 2020: 7 Verdier og ansvar, s. 158.

6.4.1 Fondets formål og institusjonelle rammer

SPUs formål er nedfelt i lov om Statens pensjonsfond. Fondet skal forvaltes slik at det er til nytte for både dagens og framtidige generasjoner. Forvaltningen skal søke høyest mulig avkastning med en akseptabel risiko. Fondet skal forvaltes ansvarlig innenfor det finansielle målet.

Investeringsstrategien innebærer at fondet forvaltes nær en bred global indeks. Referanseindeksen og adgangen til å avvike fra denne fastsettes av Finansdepartementet etter forankring i Stortinget.

Fondet finansierer over en firedel av statsbudsjettet og er viktig for finansieringen av statens utgifter.[8] Hvilken avkastning som oppnås, betyr derfor mye for handlingsrommet i finanspolitikken.

6.4.2 Statlig eierskap og utenrikspolitisk eksponering

Statens eierskap skiller SPU fra private institusjonelle investorer. De hensyn som må ivaretas som følge av det statlige eierskapet, fanges ikke fullt ut opp av OECDs veileder.

Beslutninger i forvaltningen av fondet kan av omverdenen tolkes som uttrykk for norsk utenrikspolitikk, selv om dette ikke er tilsiktet. Det kan føre til politiske mottiltak mot fondet eller mot andre norske interesser, jf. kapittel 8. Denne risikoen forsterkes i en mer fragmentert og urolig verden. Risikoen øker for at fondets disposisjoner får utilsiktede signalvirkninger, og for at et normstyrt rammeverk blir mer krevende å praktisere.

I tråd med rammeverket fra OECD skal alle selskaper som fondet er investert i, inngå i den løpende risikobaserte aktsomhetsvurderingen banken gjør på tvers av porteføljen. Hensyn som følger av SPUs statlige eierskap, kan først og fremst ivaretas ved valg av virkemiddel overfor selskaper som identifiseres gjennom denne prosessen. OECDs retningslinjer åpner for at det kan gjøres slike avveiinger.

6.4.3 Utelukkelse som virkemiddel

Rammeverket fra OECD avviser ikke at det å utelukke selskaper kan være et virkemiddel, men peker på at dette må ses i forhold til fondets mandat og særtrekk for øvrig. Utelukkelse av selskaper fra porteføljen må ifølge veilederen vurderes i lys av fondets finansielle mål, størrelse, indeksnære mandat og andre rammebetingelser.

Å utelukke selskaper med høy verdi og vekt i referanseindeksen har større konsekvenser for fondets avkastning og risikoprofil enn å utelukke mindre selskaper, jf. kapitlene 4 og 18. Dette er et legitimt hensyn å tillegge vekt i vurderingen av hvilket virkemiddel som er hensiktsmessig å bruke. OECDs veileder for investorer drøfter dette særskilt:

> *«… in some instances, the company may represent a crucial business relationship, or investment. Under the UN Guiding Principles, a relationship could be deemed as crucial if*

[8] Meld. St. 2 (2025–2026) Revidert nasjonalbudsjett 2026.

it provides a product or service that is essential to the enterprise's business, and for which no reasonable alternative source exists.»

Videre heter det i veilederen:

«In the context of investment, this is likely to be less relevant to specific investee companies but may be relevant for categories of companies of a given size or sector which are necessary to adequately diversify a portfolio (e.g. high market-cap energy companies).»[9]

Der et slikt forhold foreligger og investor forblir investert, forventes det likevel at investoren fortsetter å overvåke sitasjonen og gjør rede for aktsomhetsarbeidet. Veilederen peker dessuten på at det kan være i investorens egen interesse å forklare hvorfor den forblir investert, hvordan investeringen følges opp videre og hvilke virkemidler som tas i bruk.

6.4.4 Krav til åpenhet

Investorer forventes som nevnt å gjøre rede for arbeidet med å identifisere og følge opp faktiske og mulige negative konsekvenser for mennesker, samfunn og miljø som selskaper i porteføljen er ansvarlige for eller bidrar til. Veilederen viser til at investorer bør følge opp arbeidet i tråd med egne planer og retningslinjer og informere om innsats og resultater. Rapporteringen må balansere hensynene til åpenhet og hensiktsmessighet.[10] Forventningene til investorers rapportering er nokså overordnede, uten at de fastsetter konkrete opplysninger investoren må offentliggjøre.

Veilederen gir likevel eksempler på hva investoren *kan* rapportere om offentlig. Det kan blant annet rapporteres om investorens prinsipper for ansvarlig forvaltning og tilnærming til aktsomhetsvurderinger, hvordan disse anvendes på tvers av aktivaklasser, dialog med selskaper og resultater av slik dialog, beslutninger om nedsalg av aksjer og om stemmegiving. Investoren avgjør likevel selv hva den mener er hensiktsmessig å rapportere om blant annet av hensyn til å kunne ha et fortrolig forhold til selskapene.[11]

Investorers mulighet til å vise åpenhet er ikke ubegrenset. Veilederen sier uttrykkelig at investoren skal ta tilbørlig hensyn til forretningsmessig fortrolighet og til konkurranse- og sikkerhetsmessige forhold:

«… this should be done with due regard for commercial confidentiality and other competitive or security concerns. »[12]

Veilederen peker på flere konkrete grunner til at investoren kan holde informasjon tilbake. Nasjonal rett kan forby at visse opplysninger offentliggjøres. Avtaler mellom forvalter og kunde kan hindre investoren i å offentliggjøre for eksempel kundens identitet. For en stor investor er det videre et hensyn at det å offentliggjøre opplysninger om beholdninger kan få

[9] OECD (2017), Responsible Business Conduct for Institutional Investors, s. 40. Tilgjengelig på oecd.org.
[10] OECD (2017), s. 42–44.
[11] OECD (2017), s. 43–44.
[12] OECD (2017), s. 43.

andre investorer til å handle på en måte som svekker verdien av investeringene. Dette siste framheves som et særlig hensyn for svært store investorer.[13]

Veilederen peker også på at investorer kan vurdere at å offentliggjøre opplysninger om en pågående dialog vil svekke selve dialogen. Det kan derfor være grunn til å tilpasse rapporteringen.[14]

Dersom investoren velger å bli værende i et selskap som forårsaker eller medvirker til en negativ virkning, kan åpenhet ifølge veilederen være i investorens egen interesse. Der investorer velger å forbli investert, kan det forklares offentlig hvorfor og hvordan det henger sammen med egne prinsipper og prioriteringer, hvilke virkemidler som benyttes og hvordan investeringen følges opp videre. En slik åpenhet kan ifølge veilederen vise at investoren søker å etterleve retningslinjene. Dette er formulert som en mulighet og ikke som et krav.[15]

6.5 Utvalgets vurderinger

Utvalget mener OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper og FNs veiledende prinsipper for næringsliv og menneskerettigheter (UNGP) fortsatt bør ligge til grunn for den ansvarlige forvaltningen av fondet. Disse rammeverkene har blitt ledende referanser for ansvarlig næringsliv og investorer. De gir et felles begrepsapparat for hvordan selskaper skal identifisere og følge opp faktiske og mulige negative konsekvenser for mennesker, samfunn og miljø.

Å bygge på et internasjonalt anerkjent rammeverk bidrar til forutsigbarhet i forvaltningen og til SPUs legitimitet blant fondets eiere, myndigheter i andre land og selskapene i fondets portefølje. Det er også en styrke at det er utarbeidet en egen veileder for institusjonelle investorer om aktsomhetsvurderinger for å identifisere og følge opp selskaper.

Hensikten med disse rammeverkene er ikke å utelukke selskaper, men å fremme positive bidrag fra selskaper til en bærekraftig utvikling. OECDs retningslinjer viser til at utelukkelse kan være aktuelt, enten på bakgrunn av et produktkriterium eller dersom det ikke er villighet i selskaper til å endre sin adferd. Både kriterier og terskel for utelukkelse av selskaper må fortsatt defineres av investorene selv og kan ikke utledes av dokumentene fra OECD eller FN. Det er her store forskjeller mellom fond i de ulike medlemslandene i hvordan OECDs rammeverk følges opp, se kapittel 27.

Fondet er en finansiell minoritetseier i et stort antall selskaper. Ifølge OECDs veileder vil fondet derfor i de aller fleste tilfeller være «*direkte tilknyttet*» eventuelle negative virkninger av selskapers virksomhet. Fondet vil ikke være en aktør som «*forårsaker*» eller «*bidrar til*» dem. Forventningene til investorer som er direkte knyttet til et normbrudd, er ikke å rette opp de negative virkningene, men å søke å påvirke til endret adferd i selskapene som forårsaker eller bidrar til slike negative virkninger. Ansvaret for skaden ligger hos det aktuelle selskapet.

[13] OECD (2017), s. 43.
[14] OECD (2017), s. 44.
[15] OECD (2017), s. 41 og 44.

OECDs retningslinjer skal i henhold til veilederen for institusjonelle investorer gjennomføres innenfor fondets mandat og investeringsstrategi og særtrekk. Det vises her til at ulike fond har ulik praksis i sin ansvarlige forvaltning, jf. omtale i kapittel 27. For SPU er det her blant annet viktig å ta hensyn til fondets størrelse og til at det er en finansiell investor som er investert bredt og med små eierandeler i selskaper i mange land. Det er også viktige særtrekk at SPU er eiet av den norske stat og har en lang investeringshorisont.

OECDs retningslinjer forutsetter at Norges Bank identifiserer selskaper med risiko for å ha en negativ virkning på mennesker, samfunn og miljø. Banken skal velge hvilke selskaper som bør følges opp og på hvilken måte. SPUs størrelse og bredde gjør det verken mulig eller hensiktsmessig å følge opp alle forhold med samme intensitet til enhver tid. Det forventes heller ikke i OECDs retningslinjer. I stedet skal tilnærmingen bygge på en risikobasert og proporsjonal aktsomhetsstandard. Tiltak som settes i verk, skal stå i forhold til alvorlighetsgrad og sannsynlighet for negative konsekvenser.

Norges Bank har til rådighet en kjede av virkemidler for å påvirke selskaper og motvirke risikoen for grove normbrudd. Eierskapsutøvelse er her viktig, men også bankens markedsgodkjenning, risikoovervåking, arbeid med markedsstandarder og deltagelse i ulike bransje- og investorinitiativer. Den fulle bredden av virkemidler bør også inkludere muligheten til å utelukke selskaper basert på etiske kriterier. Dette alternativet er i enden av denne kjeden. Før et selskap utelukkes, bør banken søke å motvirke risikoen for grove normbrudd gjennom de andre virkemidlene, se kapittel 9.

Retningslinjene omtaler avhending som en mulig siste utvei når andre former for oppfølging er uttømt. At dialog eller annen eierskapsutøvelse ikke gir ønsket resultat, innebærer etter utvalgets forståelse likevel ingen automatisk plikt til salg. Retningslinjene forutsetter i stedet at en eventuell beslutning om å avhende bygger på en konkret avveiing. I denne avveiingen inngår blant annet virkningens alvorlighet, økonomiske hensyn, utsiktene til å oppnå endring ved fortsatt å være investert og mulige negative konsekvenser ved selve salget. Salg vil for eksempel svekke fondets mulighet til å påvirke selskapet. I enkelte tilfeller vil det derfor kunne være mer i tråd med retningslinjene å forbli investert og videreføre bruken av innflytelse enn å selge seg ut. OECDs retningslinjer kan her synes i større grad å ha en konsekvensetisk tilnærming. Når SPU søker å motvirke grove normbrudd, er begrunnelsen å unngå å være knyttet til normbruddet. Virkningen kan være den samme, men utgangspunktet er forskjellig.

OECDs retningslinjer legger til grunn at tilknytningen til en negativ virkning ikke er statisk, men kan endre seg over tid:

> *« An enterprise's relationship to adverse impact is not static. It may change, for example as situations evolve and depending upon the degree to which due diligence and steps taken to address identified risks and impacts decrease the risk of the impacts occurring. »*[16]

[16] OECD (2023), OECD Guidelines for Multinational Enterprises on Responsible Business Conduct, kommentar 16 til kapittel II, s. 18. Tilgjengelig på oecd.org.

Når en minoritetsaksjonær aktivt søker å motvirke et forhold, er det etter utvalgets syn det motsatte av å bidra til forholdet. Dette poenget er, etter hva utvalget kan se, ikke direkte kommentert videre i OECDs veileder. En investor som forblir investert i en virksomhet som er ansvarlig for eller bidrar til negative konsekvenser, forventes å søke å motvirke de negative konsekvensene. Investoren skal være åpen om sin strategi og aktivitet.. Salg er samtidig et tilgjengelig virkemiddel der annen oppfølging ikke fører fram, eller der andre hensyn tilsier det.

Norges Bank utfører i dag aktsomhetsvurderinger i tråd med OECDs og FNs rammeverk og offentliggjør prinsipper og resultater fra disse i den årlige rapporten om ansvarlig forvaltning. Finansdepartementets mandat til Norges Bank bør også framover stille krav om at banken skal være aktsom i tråd med OECDs retningslinjer.

Utvalget mener det bør gjøres tydelig at Norges Bank må vurdere bruk av virkemidler avhengig av den konkrete situasjonen. Valg av virkemidler vil kunne endres avhengig av selskapets svar og hvordan situasjonen utvikler seg. Bankens fulle bredde av virkemidler vil være relevant. Dialog og forventninger til selskapene er viktige. Det samme er bankens arbeid med standardsetting, enkelte typer investorsamarbeid og bransjeinitiativer for å påvirke markedspraksis og et mer ansvarlig næringsliv, se nærmere omtale i kapittel 9. Utelukkelser basert på de etiske kriteriene ligger som nevnt i enden av en kjede av virkemidler.

OECDs rammeverk oppfordrer til åpenhet om den ansvarlige forvaltningen, men stiller ikke detaljerte krav. Se nærmere omtale av bankens kommunikasjon om den ansvarlige forvaltningen i kapittel 14.

Utvalget har i forslaget til justeringer av det etiske rammeverket for SPU lagt vekt på å være godt innenfor rammene til OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper og UNGP.

7 Nærmere om Statens pensjonsfond utland og Norges folkerettslige forpliktelser

7.1 Innledning

Dette kapittelet drøfter folkerettens betydning for utformingen av et etisk rammeverk for forvaltningen av SPU. Utvalgets mandat omtaler forholdet til folkeretten slik:

> *«Forvaltningen av fondet er underlagt visse begrensninger som følge av Norges folkerettslige forpliktelser, på samme måte som andre disposisjoner staten foretar seg. Utvalget bes belyse forholdet mellom ivaretakelse av Norges folkerettslige forpliktelser og etterlevelse av de etiske forpliktelsene forvaltningen av fondet er underlagt.»*

Folkerett viser enkelt sagt til rettslig bindende regler om rettigheter og plikter mellom statene. Folkeretten er et eget rettssystem adskilt fra statenes nasjonale rettssystemer. Statene er de primære plikt- og rettighetssubjektene i folkeretten. Unntaksvis er det også enkelte regler som gir privatpersoner rettigheter overfor statene. Internasjonale menneskerettigheter og humanitærretten er her eksempler.

Folkerettsregler kan ha sitt grunnlag i uskrevne normer utviklet gjennom statspraksis over tid, dvs. folkerettslig sedvanerett, eller i rettslig forpliktende avtaler statene imellom, traktatrett. Staten er i utgangspunktet ansvarlig for adferd innenfor sitt myndighetsområde. Statens myndighetsområde er normalt avgrenset til territoriet. Unntaksvis kan staten også være ansvarlig for forhold utenfor territoriet.

Stater holdes ansvarlige for *folkerettsstridig adferd*. Forutsetningen for at staten holdes ansvarlig, er at det foreligger en handling eller unnlatelse som kan tilordnes staten. Folkerettens regler om staters ansvar for folkerettsbrudd fastsetter hvilke handlinger og unnlatelser som kan tilordnes staten og ikke. Utgangspunktet er at det bare er handlinger som utføres av staten selv som kan tilordnes staten.[1]

SPU eies av staten, men forvaltes av Norges Bank. Norges Bank er et eget rettssubjekt, jf. sentralbankloven § 1-1 annet ledd. Hvorvidt investeringene til fondet og bankens utøvelse av eierrettigheter kan tilordnes staten, avhenger av hvordan forvaltningen av fondet er organisert. SPU er ikke et selvstendig rettssubjekt.[2] Norges Banks forvaltning gjøres i henhold til et mandat fastsatt av Finansdepartementet.[3] Mandatet forankres i Stortinget.

---

[1] Folkerettens regler om tilordning eller attribusjon kommer til uttrykk i FNs folkerettskommisjons utkast til artikler om statsansvar, se nærmere Yearbook of the International Law Commission, 2001, vol. II, Part Two, s. 38, der Folkerettskommisjonen uttaler: «*the general rule is that the only conduct attributed to the State at the international level is that of its organs of government, or of others who have acted under the direction, instigation or control of those organs, i.e. as agents of the State. As a corollary, the conduct of private persons is not as such attributable to the State*».

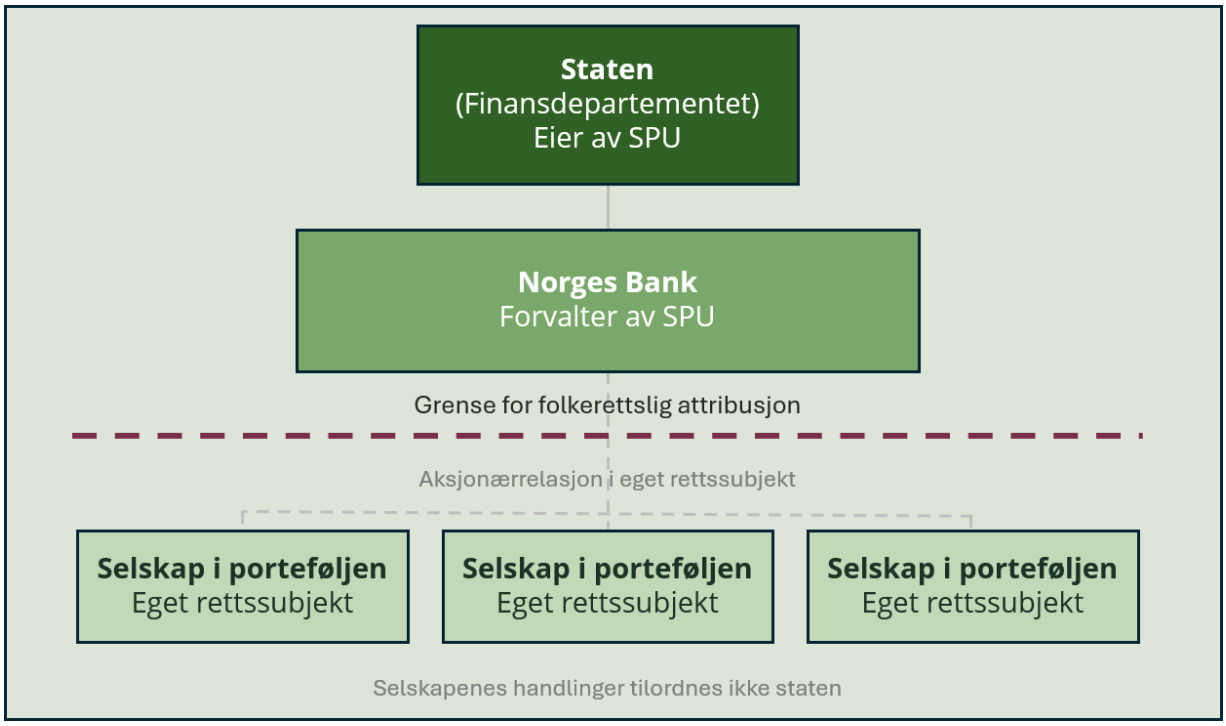
[2] Se lov 21. juni 2019 nr. 63 om Statens pensjonsfond §§ 1 første punktum og 8.

[3] Se lov om Statens pensjonsfond § 3 første ledd og § 10 første ledd..

Utvalget viser også til fondets formål. Det følger av lov om Statens pensjonsfond § 1 at fondets formål er sparing for å støtte finansieringen av folketrygdens pensjonsutgifter og ivareta langsiktige hensyn ved anvendelsen av statens petroleumsinntekter. Formålet er at formuen fra fellesskapets ressurser kommer både dagens og fremtidige generasjoner til gode. Forvaltningen av fondet er dermed en sentral offentlig oppgave. Utvalget legger derfor til grunn at SPUs investeringer og Norges Banks forvaltning folkerettslig er handlinger som anses som statens egne.

Staten kan også holdes ansvarlig for andres handlinger på nærmere bestemte vilkår. Terskelen for at den norske stat hefter for handlinger eller unnlatelser som ikke er statens egne, inkludert private selskaper i andre stater, er svært høy. Staten må i så fall ha en slik kontroll at selskapet anses som en forlengelse av den norske stat. Gjennom investeringene til SPU har Norges Bank, som statens forvalter, begrenset innflytelse på selskapene fondet er investert i. Hvilke rettigheter Norges Bank har som forvalter av SPU, er nærmere beskrevet i kapittel 19.

Staten identifiseres ikke med selskaper som den norske stat er investert i gjennom SPU. Handlinger eller unnlatelser som begås av selskaper som SPU er investert i, kan derfor ikke tilordnes Norge. Dette er illustrert i figur 7.1.



Figur 7.1 Hvilke handlinger staten kan hefte for: Private selskapers handlinger kan ikke tilordnes staten.

Kilde: Utenriksdepartementet.

Folkerettslig anses fondets investeringer og andre disposisjoner som statens egne. Norge kan derfor holdes folkerettslig ansvarlig for fondet. I første rekke gjelder dette overfor andre stater. Der folkerettsreglene direkte gir rettigheter til private aktører – som på menneskerettighetsområdet – kan Norge også holdes folkerettslig ansvarlig i forholdet til

privatpersoner. Fondet vil, som Norge selv, nyte stor grad av immunitet fra andre staters doms- og tvangsjurisdiksjon. Norge kan derfor i svært liten grad holdes ansvarlig for rettsbrudd etter andre staters nasjonale rettssystemer. Slik immunitet gjelder imidlertid ikke på folkerettsplanet.

Det beror på en tolkning av den enkelte folkerettsregel hvilken betydning den har for forvaltningen av SPU. Enhver tolkning av folkerettens innhold vil ta utgangspunkt i en hypotese om hvordan en folkerettsdomstol ville sett på saken. Den internasjonale domstol i Haag er FNs fremste domstol. Folkerettslig metode baserer seg derfor på Domstolens metode.

Utvalget har som del av sitt arbeid innhentet en ekstern vurdering av visse folkerettslige spørsmål fra professor Christian Tams ved King's College i London. Professor Tams er en anerkjent forsker og praktiker. Utredningen til Tams er vedlagt utvalgets rapport.

Utvalget har også fått tilsendt en utredning fra professor Kjetil Mujezinović Larsen ved Universitetet i Oslo.[4] Utredningen er skrevet på oppdrag fra Redd Barna, Norsk Folkehjelp, Kirkens Nødhjelp, Amnesty International Norge og Fagforbundet. Utredningen drøfter særlig hvilke forpliktelser Norge har som følge av Israels alvorlige brudd på folkeretten i Palestina.

Utvalget har på selvstendig grunnlag vurdert de folkerettslige spørsmålene av betydning for utvalgets arbeid. Utvalget har støttet sin vurdering på utredningene fra professor Tams og professor Larsen.

I avsnitt 7.2 beskrives tidligere vurderinger av folkerettens betydning for forvaltningen av SPU. Deretter omtales i avsnitt 7.3 folkerettslige regler som vi mener er av særskilt betydning for fondet. Hvilken betydning folkeretten har for forvaltningen kommenteres nærmere i avsnitt 7.4.

7.2 Bakgrunn

7.2.1 Petroleumsfondets folkerettsråd (2001–2004)

Forholdet mellom fondets investeringer og Norges folkerettslige forpliktelser fikk oppmerksomhet få år etter de første innskuddene i 1996. I årene fram til etableringen av de etiske retningslinjene i 2004 var Norges folkerettslige forpliktelser eneste grunnlag for utelukkelse av enkeltselskaper fra fondets investeringsunivers.

Finansdepartementet etablerte i 2001 Petroleumsfondets folkerettsråd.[5] Folkerettsrådet vurderte om «plasseringer av fondets midler i finansielle instrumenter utstedt av nærmere angitte utstedere, kunne være i strid med Norges folkerettslige forpliktelser».[6]

Folkerettsrådet ga totalt fire tilrådinger, alle i 2001 og 2002. Tre omhandlet selskaper som produserer landminer og forholdet til konvensjonen om forbud mot landminer. Én av disse

[4] Larsen (2026), utredning avgitt som innspill til utvalget. Tilgjengelig på utvalgets nettside.

5 Folkerettsrådet besto av Gro Nystuen, Siri Teigum og Finn Hvistendahl.

6 Se nærmere beskrivelse av Folkerettsrådet på regjeringen.no.

var å tilrå å utelukke et selskap fordi det kunne bidra til at Norge brøt med sine forpliktelser etter antipersonellminekonvensjonen. Konklusjonen lyder slik:

> *«Rådet konkluderer med at det med stor grad av sannsynlighet må legges til grunn at selskapet Singapore Technologies Engineering (STE) er involvert i produksjon av antipersonell landminer. Selv om en investering i den beskjedne størrelsesorden det er tale om neppe betyr mye fra eller til for STE, legges det til grunn at den likevel i vid forstand kan sies å bidra til at selskapet kan drive sin virksomhet. Fordi medvirknings-bestemmelsen i Antipersonellminekonvensjonen går langt i å forby enhver form for bistand, oppmuntring eller påvirkning til konvensjonsstridig produksjon, legges det til grunn at selv en beskjeden investering vil kunne betraktes som brudd på konvensjonens artikkel 1 (1) c) jfr. b).»*[7]

Den fjerde tilrådingen omhandlet et mer generelt spørsmål om statens menneskerettslige forpliktelser for fondets investeringer. Der konkluderte Folkerettsrådet slik:

«Petroleumsfondets Folkerettsråd vil etter dette konkludere med at det generelle utgangspunktet er at statene kun har ansvar for menneskerettighetsoppfyllelse der hvor de selv har jurisdiksjon. Jurisdiksjonsbegrepet er i all hovedsak territorielt. Statene har derfor ikke plikt etter menneskerettighetskonvensjonene til å bidra til gjennomføringen av menneskerettigheter i andre stater. Forpliktelsene etter menneskerettighetskonvensjonene innebærer heller ikke at stater har plikt til å unnlate å medvirke til andre staters menneskerettighetsbrudd. Investeringer av Petroleumsfondet i utenlandske bedrifter vil derfor i utgangspunktet ikke utgjøre brudd på forpliktelsene etter menneskerettighetskonvensjoner.

> *"Enkelte konvensjoner inneholder særskilte regler om aktivitetsplikt i internasjonalt samarbeid for å fremme konvensjonens formål. Det finnes få holdepunkter for å anta at investeringer i utenlandske selskaper som medvirker til konvensjonsstridige formål vil kunne komme til å bli klassifisert som brudd på aktivitetsplikten. Imidlertid kan det ikke utelukkes at f.eks. internasjonale overvåkningsorganer i særlige tilfeller vil kunne komme til en slik konklusjon. I de tilfellene hvor det foreligger egne bestemmelser om internasjonal aktivitetsplikt vil det derfor kunne være tungtveiende grunner, også av rettslig karakter, til å unngå eller trekke investeringer som åpenbart går på tvers av innholdet i aktivitetsplikten.»*[8]

Henvisningen til egne bestemmelser om internasjonal aktivitetsplikt er drøftet i avsnitt 7.3.4 nedenfor.

7.2.2 Graver-utvalget i 2003

Graverutvalget la i NOU 2003: 22 Forvaltning for fremtiden fram forslag til etiske retningslinjer for fondet. Utvalget hadde også en gjennomgang av det utvalget omtalte som

---

[7] Petroleumsfondets folkerettsråd (2002a), notat til Finansdepartementet om investeringer i Singapore Technologies, 22. mars 2002. Tilgjengelig på regjeringen.no.

[8] Petroleumsfondets folkerettsråd (2002b), notat til Finansdepartementet om hvorvidt investeringer kan innebære brudd på menneskerettslige forpliktelser, 22. mars 2002. Tilgjengelig på regjeringen.no.

«folkerettslige beskrankninger». Utvalget uttalte blant annet følgende om folkerettens betydning for fondets investeringer:

> *«Som hovedregel har Norges folkerettslige forpliktelser få implikasjoner for Petroleumsfondets investeringsvirksomhet. Deler av folkeretten inneholder imidlertid visse beskrankninger som direkte eller indirekte begrenser adgangen til å investere i utenlandske selskaper. Slike beskrankninger kan følge av internasjonale sanksjonsregimer som er gjennomført i norsk rett. I tillegg kan konvensjoner med vidtgående forbud mot medvirkning eller med bestemmelser som forplikter Norge til å fremme en ønsket utvikling, unntaksvis legge føringer også på investeringsvirksomhet.»*[9]

Utvalget pekte på «noen eksempler på folkerettslige regler som setter forbud mot, eller legger føringer for, statlige investeringer». Utvalget viste i denne sammenhengen til forpliktelser som følger av Norges medlemskap i FN og av ulike konvensjoner Norge er part til, slik som sentrale menneskerettskonvensjoner, konvensjoner om regulering av havområder, Antarktistraktaten, konvensjoner om vern av miljøet, antiterrorkonvensjoner, konvensjoner om korrupsjon og nedrustningskonvensjoner om særskilte våpentyper.[10] Utvalget tok forbehold om at eksemplene ikke var uttømmende. Det er nærliggende å forstå utvalget slik at eksemplene var de folkerettslige reglene med størst betydning for fondets investeringer.

Graverutvalget skrev blant annet følgende:

> *«[Internasjonale konvensjoner] retter seg i all hovedsak til stater i egenskap av stater. Det vil si at de ikke skaper juridiske forpliktelser for private rettssubjekter som selskaper eller investeringsfond, og selskaper kan derfor generelt ikke bli holdt ansvarlig for brudd på konvensjoner. På den annen side gir konvensjonene en konkretisering av hva som ligger innenfor rammene av en internasjonal konsensus med hensyn til minstekrav som bør stilles til respekt for grunnleggende rettigheter overalt i verden, og de standarder som bør gjelde for beskyttelse av miljøet og menneskers liv og helse. De kan dermed være et utgangspunkt for å identifisere hvilke problemstillinger det er relevant å fokusere på når etiske retningslinjer for Petroleumsfondet skal utformes».*[11]

Graverutvalget forutsatte at deres forslag til etiske retningslinjer gikk lenger enn nødvendig for å ivareta Norges folkerettslige forpliktelser. Det framgår blant annet av utvalgets beskrivelse av forslaget til ny uttrekksmekanisme som skulle innrettes *«slik at ikke bare investeringer som kan føre til folkerettsbrudd for Norge rammes, men at også selskapers medvirkning til brudd på internasjonale normer generelt og annen grovt uetisk adferd fra selskapers side også kan fanges opp».*[12] Utvalgets forslag til etiske retningslinjer bygget på etiske prinsipper og frivillige retningslinjer som gjaldt på den tiden, som FNs tusenårsmål,

---

[9] NOU 2003: 22 Forvaltning for fremtiden, s. 91–92.

[10] NOU 2003: 22, s. 92–96.

[11] NOU 2003: 22, s. 101.

[12] NOU 2003: 22, s. 34.

OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper, FNs Global Compact og ILOs trepartserklæring om prinsipper og retningslinjer for multinasjonale selskaper.

7.2.3 Mestadutvalget i 2020

Mestad-utvalget redegjorde ikke særskilt for folkerettslige forpliktelser av betydning for fondets investeringer. Utvalget uttalte, i tråd med Graverutvalget, at *«[e]tableringen av de etiske retningslinjene innebar at man ønsket å favne videre enn bare de folkerettslige forpliktelsene».*[13] Folkeretten er enkelte steder omtalt i utredningen, men da i forbindelse med vurderingen av enkelte produktbaserte kriterier i kapittel 12 og kriteriene for atferdsbasert utelukkelse i kapittel 13.

De etiske retningslinjene ble i hovedsak videreført i utvalgets forslag, og en bred gjennomgang av folkerettens rammer ble derfor trolig ikke vurdert som nødvendig. Mandatet ga ikke grunnlag for en omfattende utredning av folkerettslige problemstillinger.

7.3 Folkerettslige forpliktelser av betydning for forvaltningen av SPU

7.3.1 Innledning

Folkerettens betydning for forvaltningen av SPU påvirkes i vesentlig grad av hvordan fondet investeres. Fondet er bredt investert geografisk – alltid utenfor Norge – og i flere ulike aktivaklasser. Fondet investeres i dag i rundt 70 land, se kapittel 4. SPU er for det meste en minoritetsaksjonær, uten bestemmende innflytelse i enkeltselskaper. Forvaltningsmandatet fastsetter en maksimal eierandel på 10 prosent av de stemmeberettigede aksjene i ett enkelt selskap.[14] Noterte og unoterte eiendomsselskap og unoterte infrastrukturselskap innen fornybar energi er unntatt fra dette.[15] Utvalget kommenterer nærmere dette skillet der det har betydning.

En folkerettsstridig handling har to elementer. Dette er forutsatt i FNs Folkerettskommisjons utkast til artikler om statsansvar, heretter referert til som «statsansvarsreglene».[16] Det må

[13] NOU 2020: 7 Verdier og ansvar, s. 78.

[14] Mandat for forvaltningen av Statens pensjonsfond utland § 2-4 (12) første punktum.

[15] Mandat for forvaltningen av Statens pensjonsfond utland § 2-4 (12) annet punktum.

[16] Reglene om statsansvar er forsøkt gjengitt av FNs folkerettskommisjon (ILC) i utkastet til et samlet regelverk for statsansvar som ble ferdigstilt av kommisjonen i 2001 og tatt til etterretning og oversendt FNs medlemsland av Generalforsamlingen 12. desember samme år, se FNs generalforsamlings resolusjon A/56/83. Utkastet var da, i kommisjonens egne ord, en kombinasjon av kodifisering av gjeldende sedvanerett og progressiv utvikling av folkeretten. Utkastet til regelverk har ikke senere blitt gjenstand for forhandlinger om en bindende avtale. Likevel er det en utbredt oppfatning at regelverket i hovedsak gir et dekkende uttrykk for gjeldende folkerettslig sedvanerett. De nordiske landene har konsekvent uttrykt i årlige diskusjoner i FNs generalforsamling at kommisjonens utkast er retningsgivende for analysen av folkerettslig sedvanerett.

foreligge en handling eller unnlatelse som kan tilordnes staten, og denne må utgjøre brudd på en folkerettslig forpliktelse for staten (statsansvarsreglene artikkel 2).

Utvalget har lagt til grunn at staten er ansvarlig for fondets investeringer og forvalters handlinger og unnlatelser. Det er ikke opplagt at staten identifiseres med enhver handling av landets sentralbank, Norges Bank. Professor Tams drøfter nærmere grensene for hvilke handlinger som anses som statens egne i sin utredning punkt C. Utvalget legger i tråd med professor Tams til grunn at statens eierskap og organiseringen av forvaltningen medfører at Norges Banks handlinger som forvalter av SPU, anses som statens egne.

Samtidig kan handlinger eller unnlatelser fra selskaper som fondet er investert i, ikke tilordnes staten. I visse tilfeller kan selskapers handlinger tilordnes deres respektive hjemstater, men selv det skal svært mye til.

Utvalget ser i det videre nærmere på visse folkerettslige forpliktelser og drøfter i hvilken grad disse kan ha betydning for statlige investeringer innenfor det gjeldende forvaltningsmandatet. Begrensningene i mandatet medfører at det er en rekke folkerettslige forpliktelser staten har, men som i denne sammenhengen ikke er relevante å vurdere. Det følger til dels av at fondet utelukkende investeres i utlandet. Det skyldes også at Norge i liten grad har forpliktelser av direkte betydning for statlige investeringer. Norge er for eksempel ikke tilsluttet generelle avtaler om statlige investeringer.

De fleste folkerettslige avtaler gjelder forpliktelser innenfor eget myndighetsområde og på spesifikke livsområder. Forpliktelsene rekker sjelden så langt at de har betydning for andre områder, slik som investeringsvirksomhet. Det er også bare unntaksvis at folkeretten har forpliktelser av betydning for statens handlinger eller unnlatelser utenfor eget myndighetsområde.

Utvalget har på denne bakgrunn konsentrert framstillingen om forpliktelser som omfatter ulike former for medvirkningshandlinger eller som pålegger staten særskilte handlingsplikter. Etter utvalgets syn er det slike forpliktelser, om noen, som har betydning for fondets investeringer. Det innebærer samtidig ikke at fremstillingen er uttømmende. For et bredt spredt, globalt fond er en uttømmende redegjørelse ikke hensiktsmessig. Det vil også kun gi et øyeblikksbilde. Norges folkerettslige forpliktelser er ikke en statisk størrelse. De avhenger av hvilke avtaler Norge er tilsluttet og praksis blant stater.

7.3.2 Konvensjonsbaserte forbud mot medvirkningshandlinger

Norge er part til flere konvensjoner som forbyr ulike former for medvirkning til aktivitet som er i strid med konvensjonene. Konvensjonene som går lengst i å forby medvirkningshandlinger, er konvensjoner som forbyr bestemte typer våpen.

Antipersonellminekonvensjonen artikkel 1 (1) lyder slik:

> *«1. Each State Party undertakes never under any circumstances:*
>
> *a. To use anti-personnel mines;*
>
> *b. To develop, produce, otherwise acquire, stockpile, retain or transfer to anyone, directly or indirectly, anti-personnel mines;*

c. To assist, encourage or induce, in any way, anyone to engage in any activity prohibited to a State Party under this Convention.»

Konvensjonen om kjemiske våpen artikkel 1 og konvensjonen om klaseammunisjon artikkel 1 har tilnærmet identisk formulerte bestemmelser. Den like ordlyden og forhandlingshistorikken tilsier at forpliktelsene som omhandler forbud mot medvirkningsansvar er sammenfallende i de tre konvensjonene.[17] Utvalget behandler derfor de tre konvensjonene samlet i det videre.

Konvensjonenes artikkel 1 omtaler ikke eksplisitt finansiering eller investering av utvikling, produksjon eller bruk. Samtidig er det klart at bestemmelsen omfatter medvirkning til private personers handlinger, ikke bare andre staters, jf. ordet *«anyone».* Utvidelsen av kretsen til også å omfatte privates opptreden i strid med konvensjonen, innebærer en betydelig utvidelse av medvirkningsbestemmelsens virkeområde. Forbudet mot medvirkning omfatter videre alle handlinger i strid med konvensjonen, altså produksjon, utvikling, besittelse, overføring o.l. Hvorvidt investering i private selskaper omfattes av konvensjonenes forbud, beror på en tolkning av hva som ligger i *«assist, encourage or induce, in any way».*

Det følger av Wien-konvensjonen om traktatretten artikkel 31 at en konvensjon skal tolkes i tråd med en vanlig forståelse av ordlyden, i dens kontekst og i tråd med konvensjonens formål og gjenstand. Også andre tolkningsfaktorer har en viss betydning ved tolkningen, blant annet konvensjonens forarbeider og avtale eller praksis mellom konvensjonspartene om tolkningen av konvensjonen.

De to siste alternative medvirkningshandlingene *«encourage or induce»* har tradisjonelt vært forstått slik at de forutsetter en intensjon om å bidra til den ulovlige handlingen. Dette følger av en vanlig forståelse av ordlyden. Både *«encourage»* (oppmuntre) og *«induce»* (påvirke) har i sin normale forståelse et subjektivt element. Ordlyden tilsier at det ikke er tilstrekkelig at handlingen faktisk påvirker eller oppmuntrer til aktivitet i strid med konvensjonene. Handlingen må ha skjedd med en intensjon om å gi et slikt bidrag. En slik forståelse sammenfaller også med forståelsen av disse begrepene i folkeretten ellers. Det er også lagt til grunn av Tams.[18] Målet med investeringene i SPU er høyest mulig avkastning med en akseptabel risiko. Innenfor denne rammen skal fondet forvaltes ansvarlig. Investeringene har ikke andre formål. Investeringene skal ikke oppmuntre eller påvirke andre til å opptre i strid med de nevnte våpenkonvensjonene.

Den siste medvirkningshandlingen «assist» har normalt vært forstått å favne videst. Ordlyden fastsetter ikke klare rammer. En vanlig forståelse tilsier at det må foreligge et bidrag til handling i strid med konvensjonen. Ordlyden skiller ikke på ulike former for bidrag. Det framstår å være nokså bred enighet i litteraturen om at også finansielle bidrag etter sin art kan

[17] Se Tams (2026), punkt D, avsnitt 23.

[18] Se Tams (2026), punkt D, avsnitt 27, med videre henvisninger til blant annet Nystuen og Casey-Maslen (2010), avsnitt 1.70.

omfattes av ordlyden.[19] Spørsmålet er om konvensjonen omfatter ethvert finansielt bidrag eller bare bidrag av en viss størrelse.

Tilsvarende ordlyd i statsansvarsreglene artikkel 16 om medvirkning er, som vi skal komme tilbake til i avsnitt 7.3.3, tolket snevert. Folkerettskommisjonen peker på eksempler som *«providing an essential facility or financing the activity in question»*[20] for å illustrere hvordan begrepet etter kommisjonens syn skal forstås. Folkerettskommisjonens omtale støtter at finansiering er en aktivitet som etter omstendighetene kan være et bidrag i strid med konvensjonen. Samtidig legger Folkerettskommisjonen til grunn en høy terskel for hva som er *«assists»* i henhold til reglene om statsansvar.[21]

Konvensjonenes artikkel 1 forplikter som nevnt statene som er part til ikke å bruke visse våpen, til ikke å utvikle, produsere eller på annen måte overføre våpnene til andre, og sist, som en tredje kategori, ikke medvirke til andres bruk, utvikling, produksjon eller overføring. De to førstnevnte kategoriene er knyttet til selve bruken av våpnene eller har nær tilknytning til denne. Forbudet mot utvikling, produksjon o.l. er en forlengelse av forbudet mot bruk og innebærer at konvensjonen også begrenser andre staters tilgang på, og dermed bruk av, våpnene som forbys av konvensjonene. Den siste kategorien, medvirkningshandlingene, utvider utvilsomt rekkevidden til konvensjonens forbud ytterligere. Samtidig må medvirkningshandlingene forstås komplementerende til forbudet mot utvikling, produksjon o.l. Formålet er å gjøre det vanskeligere for andre stater å bruke slike våpen. Sammenhengen med de andre forbudte handlingene i henhold til artikkel 1 tilsier at det er konkrete bidrag til handling i strid med konvensjonen som er medvirkning i konvensjonens forstand.

Formålet med konvensjonene er humanitær nedrustning. Fortalen til de ulike konvensjonene framhever alle våpnenes ødeleggende kraft og det humanitære formålet å motvirke bruk av våpnene. Et så vidt formål kan være vanskelig å operasjonalisere i tolkningen av konvensjonens bestemmelser. Fortalen gir derfor begrenset veiledning i tolkningen av konvensjonenes medvirkningsforbud.

Petroleumsfondets folkerettsråd vurderte rekkevidden av medvirkningsforbudet i antipersonellminekonvensjonen. Folkerettsrådet uttalte at ordlyden favnet vidt. Også formålet med konvensjonen om å stanse de humanitære lidelsene som antipersonellminer forårsaker, kunne peke i retning av et vidtrekkende forbud mot tilknytning til antipersonellminer:

> *«… enhver pengeplassering i et selskap kan oppfattes som en form for støtte til selskapet, selv om beløpene relativt sett er lave. Bare det faktum at Petroleumsfondet overhodet investerer i et selskap vil for eksempel kunne bidra til at andre stater eller investorer følger etter.»*[22]

---

[19] Se Tams (2026), s. 8, med videre henvisninger.

[20] Yearbook of the International Law Commission, 2001, vol. II, Part Two, s. 66.

[21] Yearbook of the International Law Commission, 2001, vol. II, Part Two, s. 66.

[22] Petroleumsfondets folkerettsråd (2002a), notat om investeringer i Singapore Technologies.

Folkerettsrådet konkluderte deretter med at *«selv beskjedne plasseringer (..) kan innebære et brudd på medvirkningsforbudet i Antipersonellminekonvensjonens artikkel 1 (1) c) jfr, b)».*[23]

Utvalget merker seg at Folkerettsrådet ikke uttalte seg definitivt, men holdt muligheten åpen for at også beskjedne investeringer kunne være i strid med konvensjonen.

Det er ikke konsensus blant statspartene til konvensjonene om minoritetsinvesteringer er et tilstrekkelig konkret bidrag i konvensjonenes forstand. Professor Christian Tams har en bred gjennomgang av praksis fra andre stater.[24] Etterfølgende praksis kan tas i betraktning ved tolkningen av traktater, jf. Wien-konvensjonen om traktatretten artikkel 31 (3) bokstav b. Forutsetningen er at slik praksis etablerer enighet om forståelse av avtalen. Spriket i praksis viser at det ikke foreligger slik enighet. Statspraksis taler derfor ikke for et spesielt tolkningsresultat. Spriket i praksis kan derimot tilsi at statene har et visst tolkningsrom i forståelsen av konvensjonene.

Omstendighetene rundt inngåelsen av konvensjonen om klaseammunisjon taler også mot at ethvert finansielt bidrag anses som medvirkning i konvensjonens forstand. Sivilsamfunnsorganisasjonen Cluster Munitions Coalition (CMC) deltok på forhandlingskonferansen og ba der stater eksplisitt uttale at bestemmelsen om medvirkning også omfatter investeringer.[25] Ingen stater ga uttrykk for en slik forståelse før eller etter vedtakelse av konvensjonen om klaseammunisjon. Dersom statene som forhandlet avtalen var enige i CMCs forståelse av rekkevidden av medvirkningsansvaret, er det grunn til å tro at statene ville fulgt oppfordringen og uttalt seg om dette. Forhandlingshistorikken kan ha en viss betydning ved tolkningen. Det gjelder særlig der den kan bekrefte et resultat i tråd med ordlyden, jf. Wien-konvensjonen om traktatretten artikkel 32.

Utvalget merker seg at en rekke tolkningsfaktorer, som ordlyden, kontekst, statspraksis og forhandlingshistorikk, tilsier at det bare er visse, mer omfattende eller direkte, former for investeringer som er i strid med konvensjonen.

Christian Tams konkluderer som følger i sin gjennomgang:

> *«In my assessment, this diversity suggests that the standard types of investments undertaken by the Fund (widely dispersed, following indexes) would not amount to prohibited assistance».*[26]

Utvalget legger til grunn at det ikke er holdepunkter for å konkludere generelt med at enhver investering i selskaper som produserer eller utvikler våpen som nevnt i de tre konvensjonene er i strid med konvensjonen. Det sammenfaller med Graverutvalget, Folkerettsrådet og med Christian Tams' bidrag til utvalget. Det må vurderes konkret om en investering medfører risiko for brudd på folkeretten. Generelt vil det være en høy terskel for at investeringer av den

---

[23] Petroleumsfondets folkerettsråd (2002a), notat om investeringer i Singapore Technologies.

[24] Tams (2026), s. 8–9.

25 Nærmere omtalt i Nystuen og Casey-Maslen (2010), s. 131.

26 Tams (2026), s. 10.

typen som SPU foretar omfattes av forbudet mot medvirkning til andres aktiviteter i strid med de tre nevnte våpenkonvensjonene.

Ved den konkrete vurderingen vil størrelsen på investeringen og andelen våpenproduksjonen utgjør av selskapets samlede virksomhet, trolig ha særlig betydning. Det kan også ha betydning hvordan Norges Bank, som forvalter, har utøvd eierrettigheter. Ett eksempel kan være dersom Norges Bank har forsøkt å motvirke selskapets beslutning om å utvikle eller produsere nevnte våpen.

7.3.3 Forbud mot medvirkning etter folkerettslig sedvanerett

7.3.3.1 Folkerettens generelle medvirkningsansvar

Medvirkning til andre staters brudd på folkeretten er forbudt etter folkeretten. Forbudet mot medvirkning gjelder for ethvert folkerettsbrudd. Det generelle virkeområdet tilsier at terskelen for hva som er medvirkning, er høy.

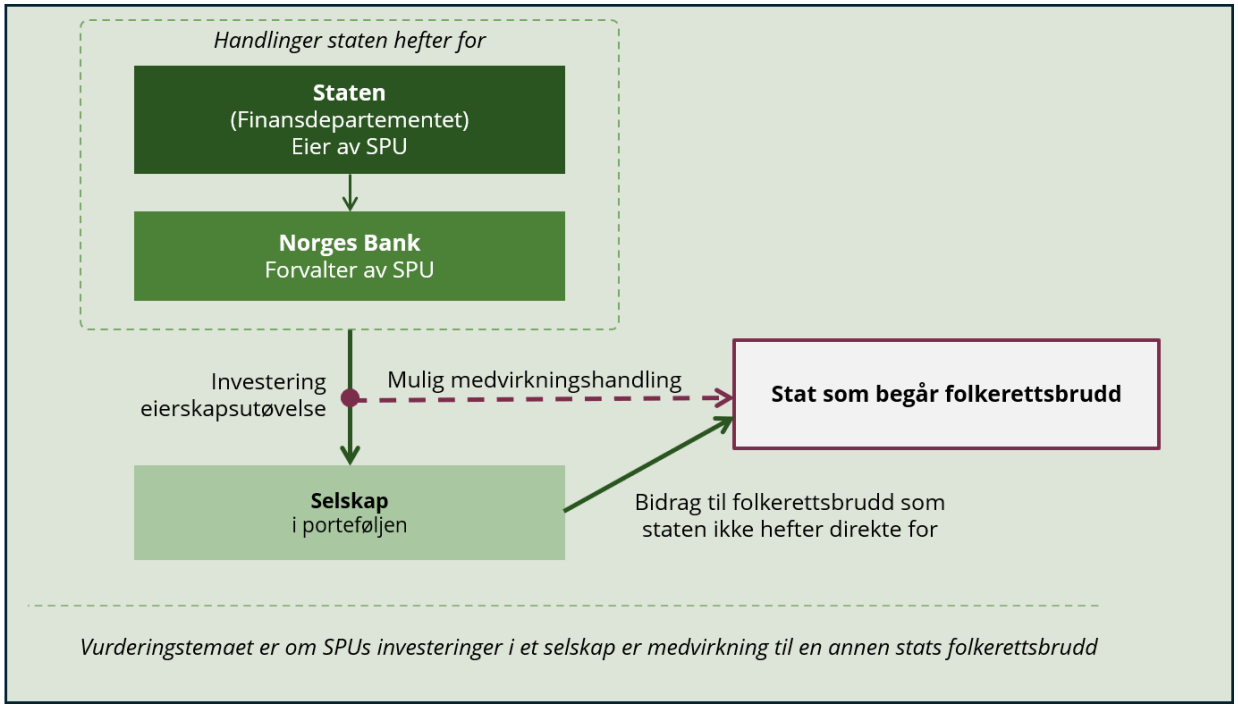
Forbudet mot medvirkning følger ikke av internasjonal avtale, men gjelder på sedvanerettslig grunnlag. Den internasjonale domstolen i Haag har lagt til grunn at de nærmere betingelsene for hva som er forbudt medvirkning fremgår av statsansvarsreglene artikkel 16.[27]

Artikkel 16 lyder:

> *«A State which aids or assists another State in the commission of an internationally wrongful act by the latter is internationally responsible for doing so if:*
>
> *(a) That State does so with knowledge of the circumstances of the internationally wrongful act; and*
>
> *(b) The act would be internationally wrongful if committed by that State».*

Medvirkningsforbudet gjelder bare medvirkning til andre staters folkerettsstridige handlinger. Forbudet mot medvirkning gjelder derfor ikke medvirkning til private.

[27] Application of the Convention on the Prevention and Punishment of the Crime of Genocide (Bosnia and Herzegovina v. Serbia and Montenegro), Judgment, I.C.J. Reports 2007, s. 43, avsnitt 419.



Figur 7.2 Illustrasjon av hvilken handling som staten hefter for og som dermed må vurderes som mulig medvirkning.

Kilde: Utenriksdepartementet.

Det er et grunnleggende kriterium for ansvar etter artikkel 16 at en stat medvirker til (*«aids or assists»*) en annen stats folkerettsstridige handling. Medvirkningshandlinger er imidlertid ikke tilstrekkelig. Det er også et krav om kunnskap. Staten må ha handlet med kjennskap til den folkerettsstridige handlingen. Den aktuelle handlingen må også være folkerettsstridig om den ble utført av staten selv.

Det er begrenset med praksis som gir nærmere veiledning for forståelsen av artikkel 16. Den sentrale kilden til en nærmere beskrivelse av kriteriene for ansvar for medvirkningshandlinger er Folkerettskommisjonens egne kommentarer til statsansvarsreglene.

Begrepet *«aids or assists»* omfatter ikke enhver medvirkningshandling. Folkerettskommisjonen uttaler i sine kommentarer til artikkel 16 at slike medvirkningshandlinger foreligger

> *«… where a State voluntarily assists or aids another State in carrying out conduct which violates the international obligations of the latter, for example, by knowingly providing an essential facility or financing the activity in question. Other examples include providing means for the closing of an international waterway, facilitating the abduction of persons on foreign soil, or assisting in the destruction of property belonging to nationals of a third country.»*[28] *(vår understreking)*

[28] Yearbook of the International Law Commission, 2001, vol. II, Part Two, s. 66.

Folkerettskommisjonen nevner ikke eksplisitt investeringer som en mulig medvirkningshandling. Investeringer i selskaper kan i prinsippet anses som en form for finansiering. Alt annet likt kan et selskaps finansieringskostnader i teorien øke marginalt dersom fondet ikke investerer i selskapet. Denne typen finansiering har likevel en svak tilknytning til selskapets handlinger. Det skyldes også at investeringer, i den grad de anses som finansiering, finansierer hele virksomheten, ikke enkelthandlinger. Utvalget viser her til Det internasjonale pengefondets (IMF) innspill til Folkerettskommisjonens arbeid med ansvar for internasjonale organisasjoner.[29] IMF la til grunn at finansiell støtte kun kan være tilstrekkelig konkrete medvirkningshandlinger dersom det er finansiering som øremerkes folkerettsstridige handlinger.

Folkerettskommisjonens eksempler peker i retning av en høy terskel for hva som er medvirkningshandlinger. Eksemplene er fysiske handlinger med en direkte tilknytning til en folkerettsstridig handling, blant annet å stenge en kanal eller å bidra til å bortføre en person.

Det er på denne bakgrunn vanskelig å se for seg at minoritetsposter i enkeltselskaper i myndighetsområdet til en annen stat skal være en tilstrekkelig konkret handling for å anses å medvirke til en annen stats folkerettsbrudd.

Artikkel 16 bokstav a fastsetter et krav om kunnskap. Kravet om at staten har kunnskap om omstendighetene rundt den folkerettsstridige handlingen, har to elementer. Innholdet er nærmere beskrevet i Folkerettskommisjonens kommentarer til statsansvarsreglene.[30] For det første må staten være kjent med at statens handlinger medvirker til en annen stats folkerettsstridige handling. Kunnskap er imidlertid ikke tilstrekkelig. Staten må også ha en intensjon om at handlingen medvirker til folkerettsbruddet. Dette er uttrykt slik i Folkerettskommisjonens kommentarer til statsansvarsreglene:

> *«A State is not responsible for aid or assistance under article 16 unless the relevant State organ intended, by the aid or assistance given, to facilitate the occurrence of the wrongful conduct and the internationally wrongful conduct is actually committed by the aided or assisted State».[31] (vår understreking)*

Artikkel 16 bokstav b fastsetter endelig et krav om at den folkerettsstridige handlingen også var folkerettsstridig for staten som medvirket. Bakgrunnen er den grunnleggende traktatrettslige regel om at en folkerettslig avtale ikke kan pålegge andre enn partene til avtalen forpliktelser.

Samlet er terskelen for statsansvar for medvirkningshandlinger svært høy. Det må foreligge en medvirkningshandling med en klar forbindelse til et folkerettsbrudd begått av en annen stat.

---

[29] FNs folkerettskommisjon, Responsibility of International Organizations, Comments and Observations Received from International Organizations, dokument A/CN.4/582, s. 22. Innspillet er også omtalt av Tams (2026), s. 11.

[30] Yearbook of the International Law Commission, 2001, vol. II, Part Two, s. 66 flg.

[31] Yearbook of the International Law Commission, 2001, vol. II, Part Two, s. 66.

Utvalget mener som et klart utgangspunkt at minoritetsposter i enkeltselskaper underlagt andre staters jurisdiksjon ikke kan utgjøre medvirkningshandlinger i artikkel 16s forstand. Denne konklusjonen er i tråd med konklusjonene til professor Tams og utredningen til professor Larsen.[32]

Eierskap i noterte og unoterte eiendomsselskap og unoterte infrastrukturselskap innen fornybar energi forvaltningsmandatet unntatt begrensningen på 10 prosent av de stemmeberettigede aksjene i ett selskap. Selv der SPU har større eierposisjoner, mener utvalget terskelen for folkerettslig medvirkning er så høy at det er lite trolig at slike investeringer er tilstrekkelig konkrete medvirkningshandlinger. Folkerettslig ansvar forutsetter videre kunnskap og intensjon om medvirkning. Utvalget mener på det grunnlaget at det ikke er holdepunkter for at Norge holdes ansvarlig for medvirkning til en annen stats folkerettsbrudd som følge av fondets investeringer.

Utvalget har også vurdert om SPUs samlede investeringer i et marked kunne utgjøre en tilstrekkelig konkret medvirkningshandling. Etter utvalgets syn er det ikke holdepunkter for ansvar på dette grunnlag. De samlede investeringene vil trolig ikke være tilstrekkelig konkrete medvirkningshandlinger. Sammenholdt med kravet om kunnskap og intensjon, fremstår ansvar i en slik situasjon som svært lite sannsynlig.

7.3.3.2 Særskilte forpliktelser ved brudd på ufravikelige folkerettslige regler (jus cogens)

Den klare hovedregelen er at brudd på folkerettslige regler medfører ansvar og forpliktelser til gjenoppretting for staten som har brutt sine forpliktelser. I visse tilfeller kan folkerettsbrudd også medføre forpliktelser for andre land. Slike forpliktelser krever et særskilt grunnlag. Den typen forpliktelser, som omtales som tredjestatsforpliktelser, forbindes med svært grove folkerettsbrudd.

Folkeretten har i utgangspunktet ikke et hierarki av regler. Folkerettslige regler gjelder side om side. Et unntak fra dette utgangspunktet er ufravikelige folkerettslige regler (jus cogens). Slike folkerettslige regler gjelder for alle stater i enhver situasjon og uten unntak.[33] Ufravikelige folkerettslige regler kjennetegnes også ved at alle stater har en interesse i at reglene etterleves. Det betyr at enhver stat, ikke bare den som er skadelidende, kan gå til sak med påstand om at en annen stat har brutt slike regler. Eksempler på folkerettslige regler som er anerkjent som ufravikelige, er forbudene mot angrepskrig med sikte på annektering av territorium, folkemord, de mest graverende formene for systematisk rasediskriminering og tortur.[34]

Statsansvarsreglene kapittel tre gir uttrykk for konsekvenser som følger av alvorlige brudd på ufravikelige folkerettslige regler. Artikkel 40 omtaler dette som *«the international*

---

[32] Tams (2026), s. 12, og Larsen (2026), s. 17.

[33] Se Wien-konvensjonen om traktatretten artikkel 53 og 64.

[34] Se nærmere beskrivelse i Folkerettskommisjonens kommentarer til statsansvarsreglene i Yearbook of the International Law Commission, 2001, vol. II, Part Two, s. 112 flg., og kommentarene til utkast til konvensjon om traktatretten i Yearbook of the International Law Commission, 1966, vol. II, s. 247–248.

responsibility which is entailed by a serious breach by a State of an obligation arising under a peremptory norm of general international law».[35] Med *«serious breach»* menes *«a gross or systematic failure by the responsible State to fulfil the obligation».*[36] Folkerettskommisjonen presiserer i sine kommentarer at kravet om et alvorlig brudd er en reell begrensning. Likevel kan brudd på visse ufravikelige regler, slik som å føre en angrepskrig, i visse tilfeller være av en slik karakter at det nødvendigvis når terskelen for hva som er et alvorlig brudd.[37]

I situasjoner der det foreligger alvorlige brudd på ufravikelige folkerettslige regler, har også alle andre land visse forpliktelser. Statsansvarsreglene fastsetter ikke en prosedyre for å konstatere at en slik situasjon foreligger. Utgangspunktet er at stater selv må vurdere om en slik situasjon foreligger. I visse tilfeller konstateres det av internasjonale domstoler. Et tilfelle der en slik situasjon er konstatert, er i Palestina.[38] Russlands angrepskrig mot Ukraina er eksempel på en situasjon som ikke er konstatert av en internasjonal domstol, men som mange stater forholder seg til på samme måte.

Det folkerettslige grunnlaget for slike forpliktelser er folkerettslig sedvanerett, som på dette punktet er reflektert i statsansvarsreglene artikkel 41. Artikkel 41 annet ledd lyder slik:

> *«No State shall recognize as lawful a situation created by a serious breach within the meaning of article 40, nor render aid or assistance in maintaining that situation.»*

Det er forpliktelsen til ikke å gi *«aids or assistance» til* å opprettholde den ulovlige situasjonen, som er særlig aktuell i tilfelle SPUs investeringer.

Den tradisjonelle forståelsen har vært at terskelen for hva som anses som bidrag i henhold til artikkel 41, er høy. Folkerettskommisjonen viser i sine kommentarer til at forpliktelsen går lenger enn forpliktelsen til å ikke medvirke til folkerettsbrudd.[39] Artikkel 41 gjelder bidrag til opprettholdelse av en folkerettsstridig situasjon, ikke medvirkning til en folkerettsstridig handling. Det er ikke en forutsetning at de samme handlingene anses som bidrag til pågående folkerettsbrudd. Merverdien i artikkel 41 ligger ifølge Folkerettskommisjonen ikke i at terskelen er lavere.[40] For at en handling skal omfattes, må den ifølge Folkerettskommisjonen både gi et betydelig bidrag og være direkte forbundet med opprettholdelsen av den ulovlige situasjonen.[41] Det innebærer en vurdering av bidragets karakter og omfang.

Den internasjonale domstolen i Haag har som nevnt konstatert at også tredjestater har forpliktelser som følge av Israels alvorlige folkerettsbrudd i Palestina. I sin rådgivende

---

[35] Yearbook of the International Law Commission, 2001, vol. II, Part Two, s. 112.

[36] Yearbook of the International Law Commission, 2001, vol. II, Part Two, s. 112.

[37] Yearbook of the International Law Commission, 2001, vol. II, Part Two, s. 113.

[38] I tråd med Norges anerkjennelse av Palestina som stat bruker utvalget betegnelsen Palestina om Gaza, Vestbredden og Øst-Jerusalem.

39 Yearbook of the International Law Commission, 2001, vol. II, Part Two, s. 115.

40 Yearbook of the International Law Commission, 2001, vol. II, Part Two, s. 115.

41 Yearbook of the International Law Commission, 2001, vol. II, Part Two, s. 66.

uttalelse fra 2024 kom Domstolen med presiseringer av hvilke forpliktelser tredjestater har. Domstolen konkluderte med at

> *«… all States are under an obligation not to recognize as legal the situation arising from the unlawful presence of the State of Israel in the Occupied Palestinian Territory and not to render aid or assistance in maintaining the situation created by the continued presence of the State of Israel in the Occupied Palestinian Territory;»*[42]

Domstolen henviser ikke eksplisitt til statsansvarsreglene artikkel 41. Det har skapt debatt i folkerettslitteraturen om Domstolen i praksis har utvidet virkeområdet for tredjestaters forpliktelser.[43] Siden tredjestaters plikter knytter seg til vedvarende ulovlige situasjoner oppstått som følge av folkerettsbrudd, vil ikke pliktene inntre overfor ethvert alvorlig folkerettsbrudd. Forpliktelser for tredjestater oppstår kun dersom bruddet skaper en vedvarende ulovlig situasjon. Det har hittil kun vært hevdet å være tilfelle i ulovlige territorielle situasjoner,[44] slik som eksempelvis Palestina og Ukraina nevnt over. Utvalget går derfor ikke nærmere inn på den diskusjonen. Den identiske ordlyden tilsier uansett at forståelsen av forpliktelsen beskrevet i artikkel 41 er veiledende for forpliktelsen Domstolen gir uttrykk for.

Domstolen gir nærmere veiledning om hvordan disse forpliktelsene skal forstås i premissene til den rådgivende uttalelsen. Domstolen uttaler at alle stater er forpliktet til å *«distinguish in their dealings with Israel between the territory of the State of Israel and the Palestinian territory occupied since 1967»*.[45]

Det betyr etter Domstolens syn blant annet at stater må *«abstain from entering into economic or trade dealings with Israel concerning the Occupied Palestinian Territory»* og *«take steps to prevent trade or investment relations that assist in the maintenance of the illegal situation created by Israel in the Occupied Palestinian Territory».*

Forpliktelsen til å skille mellom forhold innenfor og utenfor Israels folkerettslig anerkjente grenser og til å avstå fra samarbeid med Israel på annet vis fremstår mer rettet mot statens utenrikspolitiske handlinger og regulatoriske arbeid.[46] Av betydning for statlige investeringer er særlig den generelle forpliktelsen til ikke å gi *«aid or assistance»* til opprettholdelse av situasjonen som har oppstått som følge av Israels vedvarende tilstedeværelse i de palestinske

---

42 Legal Consequences arising from the Policies and Practices of Israel in the Occupied Palestinian Territory, including East Jerusalem, Advisory Opinion, I.C.J. Reports 2024, s. 849, konklusjonspunkt 7.

43 Ronen (2024) The Obligation of Non-recognition, Occupation and the OPT Advisory Opinion, 14. oktober 2024, Goldmann (2024) Non-Recognition and Non-Assistance, 15. oktober 2024, Carli (2024) Obligations Erga Omnes, Norms of Jus Cogens and Legal Consequences for "Other States" in the ICJ Palestine Advisory Opinion, 26. august 2024. For en nærmere redegjørelse for dette spørsmålet, se Larsen (2026) s. 12-16.

44 Se Tams (2026), s. 13, avsnitt 50.

45 Legal Consequences arising from the Policies and Practices of Israel in the Occupied Palestinian Territory, including East Jerusalem, Advisory Opinion, I.C.J. Reports 2024, s. 849.

46 Se tilsvarende hos Larsen (2026), s. 23.

områdene. Samtidig vil de mer spesifikt formulerte forpliktelsene ha betydning for tolkningen av den generelle forpliktelsen til å unngå *«aid or assistance»*.[47]

Det er ikke opplagt hva som i et konkret tilfelle anses å være *«aid or assistance»* som berøres av forpliktelsen. Den rådgivende uttalelsen kan forstås slik at den går noe lenger enn grunnlaget beskrevet i Folkerettskommisjonens kommentarer til statsansvarsreglene. Det kan indikere at folkeretten er i en viss utvikling. Det er begrenset med kilder som viser hvordan stater stiller seg til utviklingen. Det har betydning for tolkningen av den folkerettslige regelen fordi sedvanerettslige regler utvikles gjennom staters praksis. Samtidig tilsier forståelsen av artikkel 41 i statsansvarsreglene en høy terskel for hvilke bidrag som er i strid med forpliktelsen.

Utvalget legger til grunn at forpliktelsen etter artikkel 41 i statsansvarsreglene, forstått i lys av den rådgivende uttalelsen, kan innebære at Norge er forpliktet til å ikke bidra til å opprettholde ulovlige situasjoner slik som den i Palestina. Det kan i ytterste konsekvens også inkludere finansielle bidrag slik som fondets, og dermed ha betydning for fondets investeringer. Det må vurderes konkret i tilknytning til hver enkelt investering om fondets investeringer medfører risiko for at Norge bryter med sine forpliktelser som tredjestat. Professor Larsen legger i sin utredning også vekt på at det må foretas en konkret vurdering av hver enkelt investering.[48] Utvalget er enig med Larsen i at det ikke er holdepunkter for at investeringer under en viss størrelse helt generelt er unntatt ansvar eller et krav om årsakssammenheng mellom en investering og folkerettsstridig adferd.[49] Larsen kan også forstås dithen at investeringens størrelse er uten betydning, så lenge selskapet gjennom sin virksomhet bidrar til å opprettholde en ulovlig situasjon. En slik tolkning vil ikke skille mellom kontrollerende eiere og minoritetsaksjonærer, og vil være en betydelig utvidelse av hva som omfattes som «*aid or assistance»* slik Folkerettskommisjonen har omtalt kriteriet. Utvalget kan ikke se at Domstolens premisser eller statspraksis for øvrig gir holdepunkter for en slik tolkning.

Tams omtaler forpliktelsen som et krav til aktsomhet («due diligence»). Han peker på momenter som kan ha særlig betydning i vurderingen av om grensen for aktsomhet er overtrådt:

> *«Such a due diligence assessment will require a case-by-case analysis, in which two factors seem particularly relevant:*
>
> *The nature of commercial activities in which the Fund is invested: There is a particular need to scrutinise investments in companies whose commercial activities support the occupying power's unlawful control of the occupied territory (e.g. in sectors such as security, surveillance, or policing) or enable it to explore natural resources located in unlawfully occupied territory.*

47 Se Tams (2026), s. 13, avsnitt 50.

48 Larsen (2026), s. 18 og 24.

49 Larsen (2026), s. 21.

The significance of the Fund's contribution: In line with considerations set out above, financial contributions by the Fund will be more likely to amount to 'assistance' if they are clearly linked to a company's activities in the occupied territory. In this respect, direct forms of support (loans, project finance) and investments exceeding the regular 10% cap in my assessment would be problematic and require particular scrutiny.»[50]

Utvalget er enig med Tams i at selskapets virksomhet og størrelsen på fondets investering er momenter som særlig er relevante. Selskapets virksomhet må vurderes konkret. Utvalget legger til grunn at de etiske retningslinjene fanger opp sentrale vurderingstemaer. Flere av kriteriene i de etiske retningslinjene er relevante for selskaper som har virksomhet som muliggjør pågående folkerettsbrudd. I tillegg er fondets investering i det enkelte selskap liten. Det følger av forvaltningsmandatet.

Fondets investeringer innen eiendom og unotert infrastruktur er unntatt den vanlige begrensningen på 10 prosent av de stemmeberettigede aksjene. Investeringer i slik virksomhet kan også bidra til å opprettholde en ulovlig tilstedeværelse. Fondet bør derfor være særlig aktsom med størrelsen av investeringer i eiendom og unotert infrastruktur der det foreligger tilknytning til konfliktområder.

Generelt sett mener utvalget at det er lite sannsynlig at fondets investeringer innebærer at Norge ikke ivaretar sine forpliktelser etter regelen som kommer til uttrykk i artikkel 41 i statsansvarsreglene.

7.3.4 Særlig om visse handlingsplikter

7.3.4.1 Menneskerettslige forpliktelser

Norges forpliktelser etter menneskerettighetskonvensjoner pålegger i utgangspunktet staten forpliktelser innenfor eget territorium der staten utøver jurisdiksjon. Fondet investeres utenfor Norge. Norges menneskerettslige forpliktelser har derfor i utgangspunktet ikke betydning for fondets investeringer.

Dette utgangspunktet kan modifiseres av at enkelte menneskerettighetskonvensjoner inneholder særlige bestemmelser som strekker seg lenger enn det som er hovedregelen. Folkerettslig ansvar for staten på menneskerettslig grunnlag som følge av adferd utenfor Norges territorium fra utenlandske private eller statlige selskaper som fondet er investert i, krever imidlertid særskilte holdepunkter i konvensjonenes ordlyd.

Petroleumsfondets folkerettsråd vurderte i 2002 noen slike spørsmål, og viste til bestemmelser som pålegger statene å bidra til internasjonalt samarbeid for å bekjempe blant annet seksuell utnyttelse av barn, FNs konvensjon om barnets rettigheter artikkel 34, og barnearbeid, ILO-konvensjon nr. 182 artikkel 8. Barnekonvensjonen artikkel 34 pålegger for eksempel statspartene å verne barnet mot alle former for seksuell utnytting og seksuelt misbruk, og partene skal *«for dette formål … treffe alle nødvendige nasjonale, bilaterale og multilaterale tiltak …»*.

[50] Tams (2026), avsnitt 50.

Folkerettsrådet konkluderte gjennomgående med at plikten til å treffe alle multilaterale tiltak ikke vil kunne rekke så langt at den rammer fondets investeringer. Folkerettsrådet la likevel til grunn at *«selv om en investering ikke nødvendigvis utgjør konvensjonsbrudd folkerettslig sett, vil investeringer som strider mot aktivitetspliktens formål … kunne hevdes å konstituere en lite lojal oppfølging av konvensjonsforpliktelsen».*[51] Dette forstås som at Folkerettsrådet mente at slike plikter kan gi bidrag til statens etiske ansvar for fondets investeringer, utover det rettslig påkrevde.

Utvalget slutter seg til Folkerettsrådets konklusjon om at staten i svært begrenset grad er ansvarlig på menneskerettslig grunnlag for handlinger utenfor eget myndighetsområde. Utvalget har sett om det foreligger praksis fra domstoler eller andre overvåkningsorganer som tilsier at forståelsen av konvensjonene har utviklet seg. Utvalget har ikke funnet holdepunkter for at Norges menneskerettslige forpliktelser har betydning for den typen investeringer som foretas av SPU.

7.3.4.2 Forpliktelsen til å forhindre folkemord

Folkemordkonvensjonen artikkel 1 lyder slik i norsk oversettelse:

«De kontraherende parter bekrefter at folkemord, hva enten begått i fredstid eller i krigstid, er en forbrytelse etter folkeretten som de påtar seg å forhindre og straffe.»

Forpliktelsen til å forhindre folkemord må holdes adskilt fra forpliktelsen til å ikke medvirke til folkemord. Forbudet mot medvirkning til folkemord følger av folkemordskonvensjonen artikkel 3 bokstav e. Kravene til medvirkning sammenfaller med det generelle forbudet mot medvirkning som er behandlet i avsnitt 7.3.3.1.[52]

Forbudet mot medvirkning gjelder aktive handlinger. Forpliktelsen til å *«forhindre»* forplikter staten til handling. Spørsmålet er hvilke handleplikter stater som ikke selv begår folkemord, har. Det beror på en tolkning av hva som ligger i forpliktelsen til å *«forhindre»* folkemord.

Den internasjonale domstolen i Haag har i flere dommer uttrykt seg om innholdet i forpliktelsen til å forhindre folkemord. Særlig sentral er saken mellom Bosnia og Serbia. Domstolen vurderte der om Jugoslavia, forløperen til Serbia, som følge av sin tilknytning til væpnede grupper i Srebrenica, hadde en slik kontroll at den burde forhindret drapene på den muslimske befolkningen i juli 1995. Domstolen vurderte da tilknytningen mellom Jugoslavia og den militære militsen som svært nær. Domstolen kom på det grunnlag til at Jugoslavia kunne og burde ha forhindret folkemordet i Srebrenica.

---

[51] Petroleumsfondets folkerettsråd (2002b), notat til Finansdepartementet om menneskerettslige forpliktelser, 22. mars 2002.

[52] Dette er blant annet slått fast av Den internasjonale domstolen i Application of the Convention on the Prevention and Punishment of the Crime of Genocide (Bosnia and Herzegovina v. Serbia and Montenegro), Judgment, I.C.J. Reports 2007, s. 43, avsnitt 217.

Saken illustrerer at forpliktelsen til å forhindre må vurderes konkret. Sentrale momenter er hvilken nærhet og påvirkning staten har til de som utfører folkemordet. Domstolen har lagt til grunn at plikten til å forhindre er brutt dersom staten

> *«… manifestly failed to take all measures to prevent genocide which were within its power, and which might have contributed to preventing the genocide. In this area the notion of "due diligence", which calls for an assessment in concreto, is of critical importance.»*[53]

Vektleggingen av statens handlingsalternativer innebærer at kravet som følger av forpliktelsen til å forhindre, er ulikt for ulike land. Jo nærmere tilknytning og større påvirkning, desto strengere krav til handling for å forhindre.

Forpliktelsen til å forhindre folkemord vil gjelde hele spekteret av statens virkemidler. Diplomatiske og utenrikspolitiske virkemidler er trolig de som generelt sett vil ha størst betydning. I enkelte tilfeller kan samarbeid på bestemte politikkområder ha stor påvirkning på andre staters opptreden.

Investeringer som SPU foretar, som er minoritetsposter i børsnoterte selskaper, er generelt lite egnet som virkemiddel for å forhindre folkemord. Utvalget legger derfor til grunn at folkemordkonvensjonen artikkel 1 har begrenset betydning for utformingen av det etiske rammeverket for forvaltningen av SPU.

Som fremhevet av Tams, må det likevel vurderes konkret i tilknytning til anklager om folkemord om det er behov for å justere investeringsporteføljen til SPU.[54] Utvalget mener en slik konkret vurdering er i tråd med forpliktelsen til økt aktsomhet i krig og konfliktsituasjoner, se nærmere i kapittel 12. Det er ikke holdepunkter for å fastsette konkrete kriterier for hva en slik gjennomgang skal føre til.

Det er beskyldninger om folkemord i flere pågående konflikter, også i markeder der SPU er investert. Et aktuelt tilfelle er Israels krigføring i Gaza etter angrepene 7. oktober 2023. Sør-Afrika anla i desember 2023 sak mot Israel for Den internasjonale domstolen i Haag med påstand om at Israel brøt sine forpliktelser etter folkemordkonvensjonen. Domstolen avsa 26. januar og 28. mars 2024 avgjørelser om midlertidige tiltak. Domstolen fant at det var en risiko for krenkelse av rettighetene etter folkemordkonvensjonen, og påla Israel en rekke begrensninger og forpliktelser for deres krigføring i Gaza. Israel måtte blant annet forhindre handlinger som omfattes av konvensjonen. Domstolen tok imidlertid ikke stilling til hovedspørsmålet i saken, som er om Israel har brutt forpliktelsene etter folkemordkonvensjonen. Det spørsmålet ligger fortsatt til behandling i Domstolen.

Utenriksdepartementet offentliggjorde 4. juni 2024 en vurdering av Norges forpliktelser etter folkemordkonvensjonen i lys av Domstolens avgjørelser om midlertidige tiltak. Utenriksdepartementet la der til grunn blant annet følgende:

---

[53] Application of the Convention on the Prevention and Punishment of the Crime of Genocide (Bosnia and Herzegovina v. Serbia and Montenegro), Judgment, I.C.J. Reports 2007, s. 43, avsnitt 221.

[54] Tams (2026), s. 15–16.

«Norge oppfyller sine forpliktelser etter folkemordkonvensjonen til å forhindre folkemord. Det er ikke behov for å gjennomføre noen ytterligere gjennomgang av våre forpliktelser i henhold til folkemordkonvensjonen i forbindelse med Sør-Afrikas sak mot Israel.»[55]

I forbindelse med publiseringen pekte Utenriksdepartementet også på andre tiltak som er gjennomført *«utover våre folkerettslige forpliktelser».* Blant tiltakene som nevnes, er det etiske rammeverket for forvaltningen av fondet.[56] Etter utvalgets syn illustrerer dette godt at staten har et bredt sett med virkemidler for å ivareta forpliktelsen til å forhindre folkemord.

7.3.4.3 Forpliktelsen til å sikre respekt for Genèvekonvensjonene

Norge er part til de fire Genèvekonvensjonene som regulerer krigføring. Artikkel 1 i de fire konvensjonene er utformet likt. Bestemmelsen forplikter statene ikke kun til selv å respektere konvensjonene, men også til å *«sikre respekt for»* konvensjonene «under alle forhold».

Forpliktelsen til å sikre respekt for konvensjonene omtales ofte som den eksterne dimensjonen i fellesartikkel 1. Forståelsen av denne forpliktelsen er omstridt.[57] Haag-domstolen la i sin rådgivende uttalelse om Israel i 2024 til grunn at partene til fjerde Genèvekonvensjonen er forpliktet til å sikre at Israel overholder konvensjonen.[58] Den internasjonale Røde Kors-komitéen (ICRC) legger til grunn at bestemmelsens eksterne dimensjon innebærer både avståelsesplikter og handleplikter:

«Under the negative obligation, High Contracting Parties may neither encourage, nor aid or assist in violations of the Conventions by Parties to a conflict. Under the positive obligation, they must do everything reasonably in their power to prevent and bring such violations to an end.»[59]

Plikten til å avstå fra å bidra *(«aid or assist»)* til brudd på konvensjonene gjelder ved siden av den generelle forpliktelsen til å ikke medvirke til andre staters folkerettsbrudd. ICRC legger til grunn at fellesartikkel 1 skiller seg fra det generelle medvirkningsforbudet ved at det ikke er noe krav om intensjon, slik det er for medvirkningsansvar, se punkt 7.3.3.1. Terskelen for hvilke handlinger som stater skal avstå fra, er imidlertid nokså sammenfallende. Som vist over er det en høy terskel for at investeringer anses som bidrag til folkerettsbrudd.

---

[55] Utenriksdepartementet (2024), «Gjennomgang av Norges forpliktelser i lys av Sør-Afrikas sak mot Israel», publisert på regjeringen.no 4. juni 2024.

[56] Utenriksdepartementet (2024), «Gjennomgang av Norges forpliktelser i lys av Sør-Afrikas sak mot Israel», publisert på regjeringen.no 4. juni 2024.

[57] For en mer omfattende gjennomgang, inkludert henvisninger til litteratur som avviser bestemmelsens eksterne dimensjon, se Larsen, Folkerettslige forpliktelser for Statens pensjonsfond utland i lys av ICJs rådgivende uttalelse fra 2024 om «Legal Consequences arising from the Policies and Practices of Israel in the Occupied Palestinian Territory, including East Jerusalem», s. 26.

[58] Legal Consequences arising from the Policies and Practices of Israel in the Occupied Palestinian Territory, including East Jerusalem, Advisory Opinion, I.C.J. Reports 2024, avsnitt 276.

[59] ICRC (2016), kommentarutgave til Genèvekonvensjon I om forbedring av såredes og sykes kår i de væpnede styrker i felten, artikkel 1, avsnitt 158. Tilgjengelig på ihl-databases.icrc.org.

Det er ikke konsensus blant stater eller i folkerettslitteraturen om at den eksterne dimensjonen av fellesartikkel 1 også innebærer handlingsplikter.[60] ICRC legger til grunn at forpliktelsen er en aktsomhetsforpliktelse, og beskriver den slik:

> *«[t]he duty to ensure respect is to be carried out with due diligence. As noted above, its content depends on the specific circumstances, including the gravity of the breach, the means reasonably available to the State, and the degree of influence it exercises over those responsible for the breach.»*[61]

Utvalget legger til grunn at denne eventuelle forpliktelsen samsvarer med kravene til økt aktsomhet i krig- og konfliktsituasjoner, som er nærmere omtalt i kapittel 12.

7.4 Utvalgets vurderinger av folkerettens betydning for det etiske rammeverket

Utvalget har i dette kapittelet vurdert hvilken betydning Norges folkerettslige forpliktelser har for utformingen av det etiske rammeverket for forvaltningen av SPU. Folkeretten gir etter utvalgets vurdering begrenset veiledning for utformingen av det etiske rammeverket. Dette er også i tråd med tidligere utredninger av dette spørsmålet, jf. avsnitt 7.2.

Rammene for fondets investeringer slik de er fastsatt i mandatet for forvaltningen, er her av betydning. Med dagens mandat er det ikke grunnlag for å identifisere staten med selskapene som SPU er investert i. Det gjelder også fondets investeringer innen eiendom og unotert infrastruktur der fondet kan ha kontrollerende eierposter. Spørsmålet er derfor om fondets investeringer eller utøvelse av eierrettigheter er i strid med Norges folkerettslige forpliktelser. Utvalget vurderer det som svært lite sannsynlig.

Graverutvalget la til grunn at forslaget til etiske retningslinjer gikk lenger enn det som er nødvendig for å ivareta Norges folkerettslige forpliktelser. Det har vært den rådende oppfatning siden. Utvalget er enig i denne vurderingen. De etiske retningslinjene har bidratt til at det ikke har vært et behov for en særskilt oppfølging av forvaltningen av fondet begrunnet i Norges folkerettslige forpliktelser. Finansdepartementet utformer det generelle rammeverket og må gjøre det på en måte som generelt sett ivaretar Norges folkerettslige forpliktelser. Utvalgets forslag går på dette punktet lenger enn det folkeretten krever. Samtidig kan det være særskilte tilfeller hvor konkrete tiltak bør vurderes og eventuelt gjennomføres. Norges Bank er, som ethvert offentlig organ, forpliktet til å innrette sin virksomhet på en måte som ivaretar Norges folkerettslige forpliktelser. Denne forpliktelsen består uavhengig av det etiske rammeverket for forvaltningen av SPU.

Utvalget legger generelt til grunn at det skal mye til for at etterlevelse av folkeretten har betydning for konkrete investeringsbeslutninger eller utøvelse av eierrettigheter. Samtidig beror etterlevelse av folkerettslige regler, som enhver rettsregel, på konkrete vurderinger. De

[60] Se Larsen (2026), s. 26, med videre henvisning til blant annet Schmitt og Watts (2024).

[61] ICRC (2016), artikkel 1, avsnitt 16.

faktiske omstendighetene må vurderes konkret, og de folkerettslige reglene må anvendes konkret.

Folkeretten utvikles over tid. Norge kan inngå nye folkerettslige avtaler, og folkerettslig sedvanerett kan utvikles. Tilsvarende kan Norge velge å trekke seg fra internasjonale avtaler. Det er behov for kontinuerlig å vurdere hvilken betydning folkeretten har for enhver statlig virksomhet. Forvaltningen av SPU er intet unntak. Norges Bank er forpliktet til å foreta disse vurderingene.

8 Avveiinger

8.1 Innledning

Det etiske rammeverket for Statens pensjonsfond utland (SPU) skal ivareta flere hensyn. Utvalget er bedt om å foreslå endringer i rammeverket for å «*sikre en god balanse mellom viktige hensyn*» på bakgrunn av de utviklingstrekkene som er beskrevet i mandatet og Stortingets vedtak 4. november 2025. Videre stiller mandatet spørsmål *«… om og eventuelt hvordan det er relevant å se hen til hensynet til Norges bredere interesser, både økonomiske, utenrikspolitiske og sikkerhetspolitiske*».

Stortinget ba i sitt vedtak 4. november i fjor regjeringen om å ivareta følgende hensyn:

> *«- sikre at Statens pensjonsfond utland fortsatt skal være et bredt diversifisert, globalt fond. Formålet skal fortsatt være å oppnå høyest mulig avkastning til akseptabel risiko, for å legge til rette for at formuen vokser og varer.*
>
> *- legge til rette for at Etikkrådet stiller i bero tilrådinger om observasjon og utelukkelse og at Norges Bank ikke tar beslutninger etter 'Retningslinjer for observasjon og utelukkelse av selskaper fra Statens pensjonsfond utland', inntil et nytt etisk rammeverk er besluttet.»*

I påvente av et nytt rammeverk skal oppfølging av selskaper i henhold til Stortingets vedtak skje gjennom Norges Banks ordinære eierskapsutøvelse, og banken skal være aktsom og reagere raskere i situasjoner med krig eller konflikt.

Dette kapittelet drøfter hvordan rammeverket bør innrettes for å ivareta en god balanse mellom viktige hensyn.

8.2 Om fondets to etiske forpliktelser

Utvalgets mandat viser til fondets to etiske forpliktelser og ber utvalget vurdere hvordan rammeverket kan utformes for å legge til rette for en god balanse mellom dem:

> *«Spørsmålet bør vurderes blant annet i lys av at det med dagens system kan bli utelukket mange og store selskaper fra fondet, og at det ikke er lagt begrensninger på omfanget av utelukkelser. Det bør belyses hvilke konsekvenser mange og store utelukkelser kan få for fondet, herunder fondets muligheter til å spre risiko (diversifisering), bytteforholdet mellom avkastning og risiko, eierandeler mv.»*

SPUs etiske forpliktelser er omtalt nærmere i kapitlene 4 og 5. Forvaltningen skal for det første søke å oppnå høy avkastning og bidra til velferd for nåværende og framtidige generasjoner. Samtidig skal forvaltningen søke å unngå at fondet er investert i selskaper det er en uakseptabel risiko for at forårsaker eller medvirker til grove normbrudd.

Disse forpliktelsene vil kunne trekke i samme retning, men det kan også være motstrid mellom dem. Graverutvalget skrev om dette i NOU 2003: 22 at «*det er grunn til å tro at den forpliktelse vi har til å sikre våre etterkommere et økonomisk handlingsrom i mange situasjoner vil være sammenfallende med hensynet til andre etiske forpliktelser. Imidlertid vil*

det oppstå situasjoner hvor ønsket om å ivareta ulike etiske forpliktelser kommer i konflikt.»[1] Ved konflikt kan det derfor være nødvendig å avveie de to forpliktelsene mot hverandre.

Graverutvalget uttalte videre:

> *«Når konsekvensene av etiske standpunkter blir mer omfattende slik at det er mulig på et sikkert grunnlag å påvise en direkte kostnad, må man vurdere om det finnes bedre måter å nå sine etiske mål på enn gjennom å ta en økonomisk belastning på Petroleumsfondet.»*

Også Sverdruputvalget, jf. NOU 2022:12, vurderte balansen mellom disse to forpliktelsene og pekte på at små innsnevringer i fondets investeringsunivers i hvert enkelt tilfelle kan framstå som uvesentlige. Men enhver begrensning har likevel en kostnad i form av mindre spredning av risiko og et endret bytteforhold mellom forventet avkastning og risiko. Sverdruputvalget uttalte videre:

> *«Over tid kan mange små endringspålegg i realiteten innebære en gradvis omlegging av fondets investeringsstrategi, uten at dette kanskje var tilsiktet eller helhetlig vurdert. Det er viktig at potensielle kostnader synliggjøres og er del av avveiningene i alle beslutninger om fondet.»*[2]

Retningslinjene kan forstås slik at de er et resultat av en avveiing mellom de to etiske forpliktelsene. Hensynet til avkastning tilsier at terskelen for uttrekk skal være høy. Når terskelen er satt høy, kan det argumenteres for at hensyn til de økonomiske virkningene av uttrekk av selskaper er ivaretatt.[3]

Verdien av utelukkede selskaper som andel av verdien til alle selskaper i referanseindeksen til SPU har holdt seg ganske stabil på rundt tre prosent, se figur 8.3 og nærmere omtale i kapittel 18. Det tilsvarer det sjette største «markedet» i fondet, se figur 8.1. Utelukkelser etter produktkriteriene utgjør her vel 70 prosent og adferdskriteriene litt under 30 prosent, se figur 8.2. Investeringene i USA skiller seg ut med 54 prosent av de samlede investeringene. Som avvik fra et bredere investeringsalternativ utgjør dette en tilsvarende kortsiktig risiko som den Norges Bank tar i hele sin aktive forvaltning.[4]

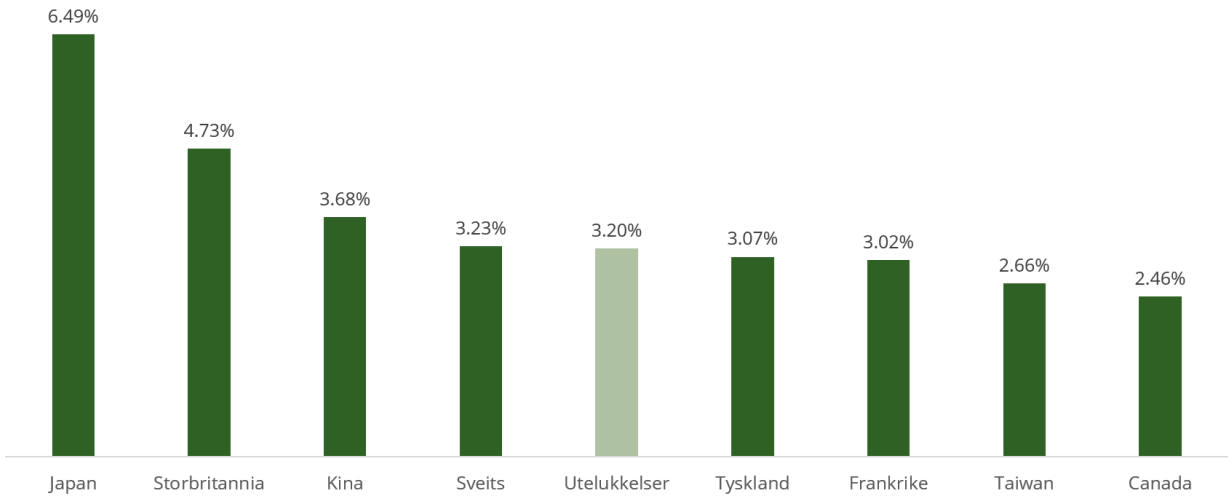
---

[1] NOU 2003: 22 Forvaltning for fremtiden, s. 38.

[2] NOU 2022: 12 Fondet i en brytningstid, s. 159.

[3] Tidligere leder av Etikkrådet, Gro Nystuen, ga overfor utvalget uttrykk for en slik forståelse i møte 6. februar 2026. Det bygger på Graverutvalgets analyser, men kommer ikke eksplisitt til uttrykk i utredningen, jf. NOU 2003: 22.

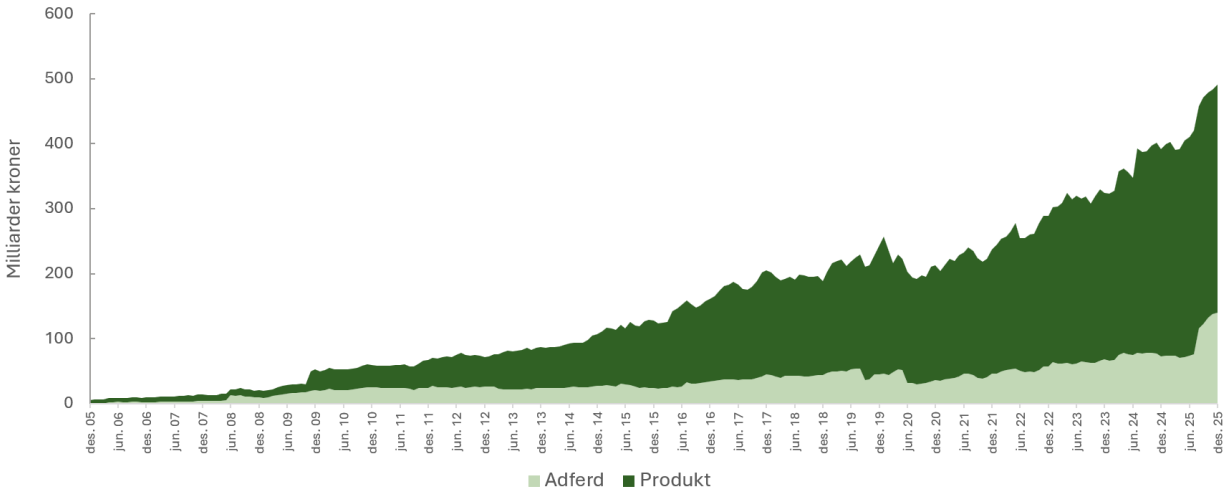
[4] Norges Bank kan i sin aktive forvaltning avvike fra referanseindeksen inntil en grense for såkalt relativ volatilitet på 1,25 prosentenheter. Avviket har de siste tre årene vært på 0,24 prosentenheter. Det er om lag samme avvik som de etiske utelukkelsene fra fondet medfører.



Figur 8.1 Andel av aksjeindeksen ved utgangen av 2025

Prosent. Data per 31. desember 2025. USA er ikke med i figuren

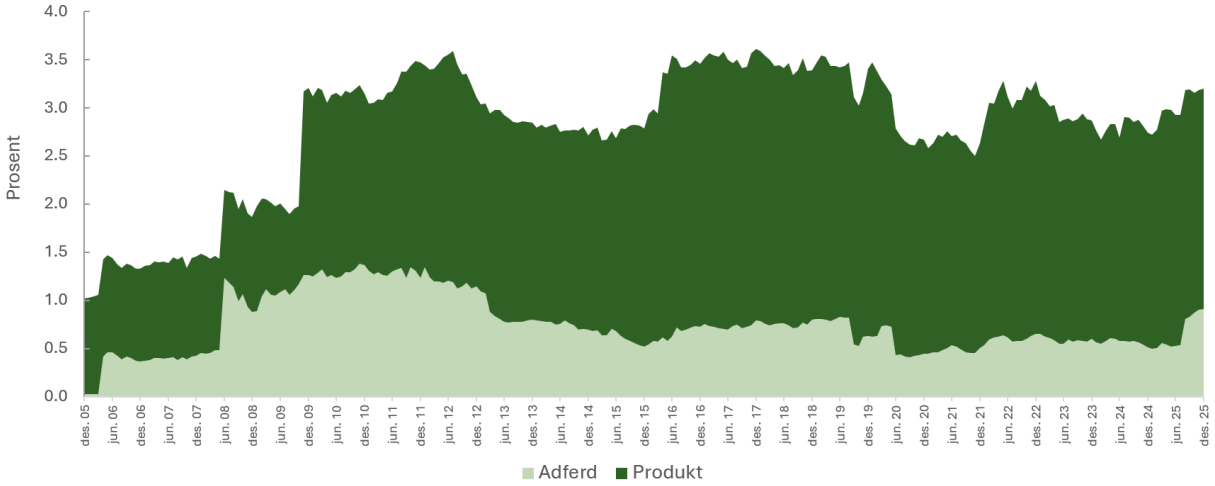
Kilde: Norges Bank



Figur 8.2 Markedsverdien av utelukkede selskaper

Milliarder kroner. Data per 31. desember 2025.

Kilde: Norges Bank



Figur 8.3 Markedsverdi av utelukkede selskaper som andel av aksjeindeksen

Prosent. Data per 31. desember 2025.

Kilde: Norges Bank

Utvalgets mandat spør om det er en risiko for at det ved dagens system kan bli utelukket mange og store selskaper fra fondet og viser til at det ikke er lagt begrensninger på omfanget av utelukkelser.

Et sentralt utviklingstrekk i aksjemarkedene er den økte konsentrasjonen med kraftig vekst i enkelte amerikanske teknologiselskaper. De 10 største selskapene i fondet utgjør i dag mer enn 20 prosent av de samlede aksjeinvesteringene. Verdien av enkelte selskaper er nå større enn den samlede verdien av flere av aksjemarkedene der fondet er investert, jf. kapittel 4. Avkastning og risiko i referanseindeksen avhenger nå i større grad enn tidligere av utviklingen i aksjeverdiene til enkeltselskaper og sektorer. Å utelukke slike selskaper ville derfor påvirket fondets risikoegenskaper, se nærmere omtale i kapitlene 4 og 18.

8.3 Forankring hjemme og større handlefrihet ute

Når det etiske rammeverket bygger på internasjonale konvensjoner og standarder som Norge har sluttet seg til, bygger det ifølge Graverutvalget på «*de stabile hovedlinjer*» og verdier som det er bred enighet om i Norge. Graverutvalget pekte også på at en forankring i konvensjoner bidrar til å konkretisere «*internasjonal konsensus med hensyn til minstekrav som bør stilles til respekt for grunnleggende rettigheter overalt i verden*».

Det etiske rammeverket bygger dermed i utgangspunktet på normer som det er bred oppslutning om både hjemme og ute. Bred tillit til fondet hjemme hviler nok i vesentlig grad på et slikt vidt utgangspunkt for hvordan fondet skal forvaltes. Det å forankre kriteriene i et internasjonalt regelverk legger til rette for at praktiseringen også i større grad blir forstått i landene fondet investerer i. Å bli forstått og akseptert ute er igjen viktig for å utøve eierskap i selskaper og i noen tilfeller også for å bevare fri og lik tilgang som andre investorer har til de nasjonale markedene.

8.4 Reaksjoner fra andre land

Etisk begrunnede utelukkelser har ført til reaksjoner i andre land både i de tidlige årene og senere. Disse utfordringene har blitt større de senere årene. Det politiske klimaet ute er blitt mer krevende. I tillegg har fondets størrelse gjort det mer synlig. For et statlig fond som SPU har risikoen trolig økt for at enkelte sider ved ansvarlig forvaltning og etiske utelukkelser oppfattes å være politiske tiltak fra norske myndigheter.

Eventuelle politiske tiltak kan rettes mot fondet eller mot andre norske interesser. Sverdruputvalget uttalte blant annet følgende om dette:

> *«[M]an [kan] ikke utelukke at konsekvensene av et fremtidig nedsalg i et foretak basert på etiske hensyn, kan føre til økte vansker på utenrikspolitiske eller økonomiske områder. Selv om fondet ikke er et utenrikspolitisk virkemiddel, kan fondet på denne måten likevel ha en betydelig utenrikspolitisk virkning.»*[5]

Utvalget pekte videre på at ingen av Norges nærmeste allierte eller sammenliknbare demokratier har fond av tilsvarende størrelse og karakter. Norge står derfor alene i håndteringen av risiko knyttet til fondet, uten partnere som deler samme eksponering. Risikoen er særnorsk. Mottiltak fra andre land kan innrettes for utelukkende å ramme norske interesser.

Sverdruputvalget la særlig vekt på utfordringer ved fondets eksponering mot Kina og framvoksende markeder. I tiden etter at Sverdruputvalget la fram sin utredning, er det blitt tydelig at politiske reaksjoner på forvaltningen av fondet kan komme også fra andre land.

Ekspertrådet for SPU, som ble oppnevnt i 2025 for å bistå Finansdepartementet i arbeidet med fondet, pekte i sin rapport for 2025 på at fondets etiske utelukkelser kan få betydelig oppmerksomhet og viste i den forbindelse til både eldre og nylige eksempler:

> *«Eksempler på dette er utelukkelsene av de amerikanske selskapene Walmart (2005) og Caterpillar (2025). Begge utelukkelsene vakte betydelige negative reaksjoner hos amerikanske myndigheter.»*[6]

Både Sverdruputvalget og Ekspertrådet pekte på hvordan internasjonal politikk og økonomi preges av spontane og topptunge beslutningsprosesser der ulike politikkområder kobles sammen. Avhengigheter mellom land blir i dette systemet utnyttet.[7] Ifølge regjeringens nasjonale sikkerhetsstrategi vurderes handel, investeringer og teknologisk samarbeid i økende grad ut fra sikkerhetspolitiske hensyn, se også kapittel 24.[8]

Boksene 8.1 til 8.4 viser til eksempler på saker som har vakt reaksjoner den senere tiden.

---

[5] NOU 2022: 12, s. 221.

[6] Ekspertrådet for Statens pensjonsfond utland (2026), Rapport 2025, s. 16. Tilgjengelig på regjeringen.no.

[7] Ekspertrådet for Statens pensjonsfond utland (2026), s. 14–15, og NOU 2022: 12, s. 15.

[8] Statsministerens kontor (2025), Nasjonal sikkerhetsstrategi, s. 12–15.

Boks 8.1 Kinesiske Li-Ning

I mars 2022 besluttet Norges Bank å utelukke det kinesiske sportsutstyrsselskapet Li-Ning Co. Ltd. fra SPU etter en tilråding fra Etikkrådet. Det ble vurdert å være en uakseptabel risiko for at selskapet kunne medvirke til alvorlige menneskerettighetsbrudd. Ifølge tilrådingen hadde selskapet en leverandør som hadde tilknytning til moderne slaveri gjennom en interneringsleir i Xinjiang.

Beslutningen ble møtt med offentlig kritikk fra kinesiske myndigheter. Det kinesiske utenriksdepartementet avviste anklagene. På en pressekonferanse 9. mars 2022 omtalte talspersonen anklagene om tvangsarbeid i Xinjiang som en grunnløs løgn konstruert av antikinesiske krefter. Andre ble oppfordret til ikke å la seg villede for å ivareta egne interesser. Reaksjonene forble imidlertid verbale, uten konkrete mottiltak.

Boks 8.2 Om utelukkelse av Caterpillar

Norges Bank besluttet 25. august 2025 å utelukke det amerikanske selskapet Caterpillar. Utelukkelsen var basert på en tilråding fra Etikkrådet 2. juli 2025 som mente det var en uakseptabel risiko for at Caterpillar medvirket til alvorlige krenkelser av individers rettigheter i krig eller konfliktsituasjoner.

Beslutningen om utelukkelse av Caterpillar førte til omfattende reaksjoner i USA. Blant dem som reagerte, var flere amerikanske senatorer. Enkelte av dem tok til orde for å iverksette mottiltak mot Norge, som økt toll, restriksjoner på SPUs tilgang til det amerikanske kapitalmarkedet og visumnekt for nordmenn som var involvert i beslutningen. Reaksjonene begrenset seg til verbale ytringer, uten at det ble iverksatt faktiske mottiltak[1].

[1] Se blant annet NRK (2025, 3. september), «Amerikansk UD svært bekymret over oljefond-utelukkelse av selskaper».

Boks 8.3 Om ferrolegeringssaken

EU vedtok høsten 2025 beskyttelsestiltak mot import av ferrolegeringer i form av minstepris og kvoter. Beskyttelsestiltakene gjorde ikke unntak for EØS/EFTA-landene.

Tiltakene ble vedtatt av EUs medlemsland etter forslag fra Europakommisjonen. Regjeringen arbeidet fram mot beslutningen aktivt med å fremme unntak for EØS/EFTA-landene på grunn av tilknytningen til EUs indre marked. Europakommisjonens forslag ble vedtatt selv om flere medlemsland stemte mot.

Ferrolegeringssaken er eksempel på en sak der Norge arbeidet med å påvirke en beslutningsprosess i EU. Medlemslandenes holdning til et mulig unntak for EØS/EFTA-landene avgjøres i stor grad basert på medlemslandenes egne interesser i den konkrete saken. Samtidig kan det ikke utelukkes at også andre forhold trekkes inn.

Norges Bank offentliggjorde utelukkelsen av det franske selskapet Eramet 12. september 2025. Etikkrådet skrev i sin tilråding at selskapets gruvedrift i Indonesia medførte en uakseptabel risiko for alvorlig miljøskade og grove krenkelser av urfolks rettigheter. Den franske staten er blant Eramets største eiere.

Beslutningen om å utelukke Eramet ble offentliggjort i samme periode som Norge aktivt arbeidet for at EØS/EFTA-landene ikke skulle rammes av beskyttelsestiltakene. Det er ikke klare holdepunkter for at uttrekket virket inn på den franske regjeringens posisjon, men med sammenfall i tid kan det ikke utelukkes.

Boks 8.4 Om utelukkelsen av Adani Green Energy

Norges Bank utelukket Adani Green Energy Ltd. fra fondet i november 2025. Grunnlaget var kriteriet om grov korrupsjon. Utelukkelsen ble offentliggjort i februar 2026. Ved offentliggjøringen ble selskapets navn og det relevante kriteriet i retningslinjene gjort kjent, men Etikkrådets tilråding ble ikke publisert. Saken fikk bred dekning i indiske medier.

Ledende finansaviser, nettbaserte meglerhus og det nasjonale nyhetsbyråets sendinger omtalte saken.[1] Spørsmålet om dobbeltmoral preget dekningen. Indiske næringslivsaktører hevdet at «et petroleumsfinansiert statlig fond forsøker å skape et narrativ mot et fornybarselskap». Flere publikasjoner pekte på at fondet selv er bygget på petroleumsinntekter.

Tidspunktet fikk også oppmerksomhet i pressedekningen. Indias finansminister hadde besøkt Oslo uken før for å drøfte investeringsmuligheter med norske selskaper.

Indiske myndigheter har ikke kommentert utelukkelsen offentlig.

[1] Se blant annet Business Standard (2026), Free Press Journal (2026), The Week (2026), Angel One (2026) og MarketScreener (2026).

Eksemplene ovenfor kan underbygge at den risikoen som Sverdruputvalget og Ekspertrådet pekte på, er reell. Tiltak mot fondet kan tenkes å komme i form av særlige skatteregler eller begrensninger i adgangen til et lands kapitalmarked. Det vil i så fall snevre inn fondets muligheter til å spre risikoen og svekke forholdet mellom forventet avkastning og risiko, jf. kapitlene 4 og 18. Det ville gå ut over hensynet til at fondet skal være et fond med bred spredning globalt.

Det kan også skje at motreaksjoner vil ramme andre norske interesser, som for eksempel handel og sikkerhet. Norges Banks arbeid med finansiell stabilitet kan bli påvirket. Tiltak mot andre områder kan være toll, finansielle sanksjoner eller import- og eksportkontroll.[9] Slike trusler om handelstiltak er, som vist til ovenfor, trukket fram som aktuelle av personer i myndighetsorgan i kjølvannet av etiske utelukkelser fra fondet og ville gå ut over norsk økonomi, enkeltselskaper og lokalsamfunn på ulikt vis.

8.5 Utvalgets vurderinger

8.5.1 To etiske forpliktelser

Som vist til ovenfor, ga Graverutvalget uttrykk for at det i mange situasjoner vil være sammenfall mellom de etiske forpliktelsene, men at det kan oppstå situasjoner *«hvor ønsket*

[9] Ekspertrådet for Statens pensjonsfond utland (2026) omtaler betydningen av geoøkonomiske virkemidler i Rapport 2025, s. 14–15.

om å ivareta ulike etiske forpliktelser kommer i konflikt».[10] Hvis utelukkelser påfører fondet en kostnad, bør den norske stat ifølge Graverutvalget vurdere om det finnes bedre måter å nå sine etiske mål på enn gjennom å ta en økonomisk belastning på fondet.

Utvalget deler Graverutvalgets vurderinger. Dersom det oppstår motsetning mellom de etiske forpliktelsene, må ulike hensyn avveies. Retningslinjene kan som nevnt forstås slik at de er et resultat av en avveiing mellom de to etiske forpliktelsene ved at terskelen for utelukkelser er høy. Det begrenser omfanget av utelukkelser og risikoen for at bankens beslutninger skal føre til at fondet ikke forblir et bredt spredt, globalt fond. Denne risikoen er likevel større enn tidligere som følge av den økte konsentrasjonen i aksjemarkedene og en politisk mer uforutsigbar verden.

Utvalget mener det bør være en høy terskel for utelukkelse av selskaper, se nærmere omtale i kapittel 11. Normbrudd skal være grove. Etter § 6 i retningslinjene som ble stilt i bero i november i fjor, heter det at banken i vurderinger av om et selskap skal utelukkes blant annet kan *«legge vekt på sannsynligheten for framtidige normbrudd, normbruddets alvor og omfang, samt forbindelsen mellom normbruddet og selskapet fondet er investert i. 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.»*[11] Utvalget foreslår å forsterke dette blant annet ved innledningsvis erstatte «kan legge vekt på» med «skal legge vekt på», jf. kapittel 15.

I samme paragraf i retningslinjene het det: *«Før observasjon eller utelukkelse etter § 6 første ledd besluttes, skal banken vurdere om eierskapsutøvelse kan være egnet til å redusere risikoen for fortsatt normbrudd eller av andre årsaker kan være mer hensiktsmessig. Banken skal se de ulike virkemidlene den har til rådighet i sammenheng og benytte dem på en helhetlig måte (vår understreking).»*[12] I tolkningen her vil det være rimelig å legge vekt på mandatet banken har fått fra Finansdepartementet der det heter at *«[b]anken skal søke å oppnå høyest mulig avkastning etter kostnader … innenfor de rammer som gjelder for forvaltningen*». Norges Bank har på denne bakgrunn for så vidt hatt som oppgave å avveie ulike hensyn når den vurderer å utelukke selskaper helt siden kompetansen til å fatte vedtak om utelukkelser ble overført fra Finansdepartementet 1. januar 2015.

Etikkrådets oppgave har vært å gi råd til banken uten å ta hensyn til økonomiske virkninger. Norges Bank har heller ikke eksplisitt tillagt økonomiske virkninger vekt i sine vurderinger av utelukkelser. Bankens praksis kan kanskje skyldes at de mulige motstridende hensynene fram til nå ikke er blitt satt på spissen.

---

[10] NOU 2003: 22, s. 38.

[11] Retningslinjer for observasjon og utelukkelse av selskaper fra Statens pensjonsfond utland § 6 fjerde ledd.

[12] Retningslinjer for observasjon og utelukkelse av selskaper fra Statens pensjonsfond utland § 6 femte ledd andre og tredje punktum.

Menon Economics undersøkte i 2023 i et oppdrag for Norges Banks representantskap om «*... NBIM i forvaltningen i enkelte tilfeller kunne legge mer vekt på avkastning enn ansvarlig forvaltning*». Menon skrev blant annet følgende:

> *«Med utgangspunkt i kravet om avkastning, og kravet om at forvaltningen skal være indeksnær, kunne det tenkes at NBIM helte mot å foretrekke 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.»*[13]

Selv om det ikke kommer til uttrykk som en klar avveiing i dokumentene, viser utvalgets gjennomgang at banken gjennomgående har valgt særskilt eierskapsutøvelse framfor utelukkelse for selskaper som er relativt store og der banken har en stor stemmerettsandel. Det kan isolert sett indikere at banken likevel i praksis har lagt vekt på økonomiske virkninger av uttrekk, men det kan også skyldes at banken har vurdert muligheten for gjennomslag som større i disse selskapene eller andre forhold som det følger av § 6 fjerde ledd i retningslinjene for observasjon og utelukkelse at banken kan legge vekt på, se sitat ovenfor. Det er for øvrig også i tråd med OECDs veileder for investorer å forbli eier der investor har innflytelse til å påvirke selskapene, se også omtale i kapitlene 6 og 9.

Den høye terskelen for uttrekk har som nevnt bidratt til at virkningen av utelukkelser etter adferdskriteriene på fondets avkastnings- og risikoegenskaper har vært begrenset fram til nå. De samlede utelukkelsene utgjør likevel over tre prosent av markedsverdien til referanseindeksen. Det påvirker i noen grad fondets avkastnings- og risikoegenskaper. Fondet er blitt svært stort, og selv små svingninger i avkastningen kan utgjøre store beløp i norske kroner og i forhold til størrelsen på statsbudsjettets ulike kapitler og poster.

Utvalget har med utgangspunkt i Stortingets vedtak om å be regjeringen om å *«sikre»* at fondet fortsatt skal være et «*bredt diversifisert, globalt fond*» vurdert om det bør settes en ramme for uttrekk av selskaper, for eksempel som andel av brede markedsindekser eller med egnede mål for risiko. Utvalget går ikke inn for det, men tilrår at Norges Banks mandat eksplisitt viser til at fondet skal ha bred spredning og investeres globalt, se kapittel 15. Som det også framgår av Stortingets vedtak, «*[skal] formålet fortsatt være å oppnå høyest mulig avkastning til akseptabel risiko*».

[13] Menon Economics (2024), «Undersøkelse av etterlevelse av rammeverk for observasjon og utelukkelse, og godkjenning av markeder og land», Menon-publikasjon nr. 81/2024, s. 24.

En høy terskel for utelukkelser støtter opp under at SPU fortsatt skal være et bredt spredt, globalt fond. Normbrudd skal være grove for å gi grunn til utelukkelse, og selskaper skal være nær et normbrudd for å anses å medvirke, se nærmere omtale i kapitlene 11 og 15. Utvalget foreslår videre i kapittel 9 at Norges Bank som en hovedregel skal prøve eierskapsutøvelse før utelukkelse vurderes, og at det bør tas høyde for at endring i selskapers adferd kan ta tid. Samlet vil dette redusere antallet utelukkelser og dermed dempe risikoen for at de etiske forpliktelsene kommer i konflikt.

Den økte konsentrasjonen i aksjemarkedene innebærer at fondets avkastning og risiko i større grad er avhengig av utviklingen til enkeltselskaper og -sektorer enn før. Eventuelle salg av store selskaper ville kunne føre til at fondet utvikler seg vesentlig annerledes enn det brede markedet, se nærmere omtale i kapittel 18. Utelukkelser av bare få selskaper kan dermed også føre til konflikt mellom fondets to etiske forpliktelser.

Også for mindre selskaper vil virkningen kunne bli stor dersom utelukkelsene blir mange. Et selskap som er lite i dag, kan bli stort om noen år. Hvilke selskaper som er vinnere, er ikke mulig å vite på forhånd. Som omtalt i kapittel 18 gir de fleste aksjeinvesteringene lavere avkastning enn risikofri rente, mens et lite antall står for hele verdiskapingen i markedet. Dette illustrerer hvor viktig det er at investeringene er bredt spredt og at fondet er investert der veksten kommer.

Alle selskaper skal vurderes etter den samme etiske standarden. Ved en eventuell konflikt kan virkemiddelbruken tilpasses der eierskapsutøvelse får økt betydning. Dersom det er bransjespesifikke saker, kan banken ta initiativ for å løfte standarden i hele sektoren.

Fra starten av og fram til 2010 var begge de etiske forpliktelsene med i formålsparagrafen til de etiske retningslinjene for fondet. I 2010 ble de splittet opp og lagt til henholdsvis «*Retningslinjer for observasjon og utelukkelse fra Statens pensjonsfond utland*», som i utgangspunktet ble ivaretatt av Etikkrådets vurderinger, og «*Mandat for forvaltningen av Statens pensjonsfond utland*» stilet til Norges Bank. Denne oppsplittingen kan ha påvirket praktiseringen av de etiske retningslinjene ved at de to forpliktelsene ikke er sett på i sammenheng og i tilstrekkelig grad avveid mot hverandre. Utvalget foreslår å samle forvaltningsoppdraget i ett mandat og å presisere i retningslinjene at banken skal være et bredt spredt, globalt fond, jf. kapittel 15 om hvordan det er fulgt opp i forslag til retningslinjer for den ansvarlige forvaltningen.

8.5.2 Risiko for politiske mottiltak

Som vist til ovenfor, er det en risiko for politiske motreaksjoner ved utelukkelse av selskaper. Denne risikoen har trolig økt i takt med at fondet er blitt større og den politiske situasjonen i verden mer krevende. Eventuelle mottiltak kan være uttalt, men de kan også settes i verk uten at det uttales at de har sammenheng med forvaltningen av SPU. Mottiltak vil kunne påføre fondet eller andre norske interesser en kostnad. Denne kostnaden bør tas hensyn til.

Tiltak rettet mot fondet

Hvis det er risiko for tiltak rettet mot fondet, vil det kunne oppstå konflikt mellom fondets to etiske forpliktelser. De skal da avveies mot hverandre. Slike tiltak kan være å avskjære adgangen til enkeltmarkeder for fondet eller særskilt beskatning av fondets utbytte- og renteinntekter fra vedkommende land. Det ville gå ut over mulighetene til å være et bredt spredt, globalt fond, jf. ovenfor.

Tiltak rettet mot «Norges bredere interesser»

Utvalgets mandat ber utvalget vurdere *«om og eventuelt hvordan det er relevant å se hen til hensynet til Norges bredere interesser»*. Fondet skal ikke gjennom sine investeringer være et instrument i utenrikspolitikken eller i næringspolitikken. Det er ivaretatt i Finansdepartementets valg av investeringsunivers og referanseindeks for fondet. Utvalget forstår *«å se hen til hensynet til Norges bredere interesser»* som å se hen til bredere norske interesser som utfordres av bankens ansvarlige forvaltning, herunder uttrekk av selskaper. Som presisert i mandatet skal fondet være en ansvarlig, finansiell investor med bred spredning globalt av porteføljen. Utvalget legger dette til grunn.

Utvalget mener risikoen for tiltak mot Norges bredere interesser er reell. Å si klart om eventuelle tiltak vil rettes mot fondet eller mot andre norske interesser, er ikke lett å si på forhånd. Om det er risiko for det ene, vil det trolig også være risiko for det andre.

Hvis det er tiltak rettet mot andre norske interesser, for eksempel toll eller andre handelspolitiske reguleringer, vil også de kunne gå ut over velferden for nålevende og framtidige generasjoner, selv om fondets evne til å gi avkastning ikke vil bli svekket. Det er likevel beslutninger rundt forvaltningen av fondet som kan være årsak til en slik kostnad. Hjemme vil det i så fall trolig påvirke fondets ry og omdømme negativt.

Eventuelle mottiltak kan videre ramme skjevt. Enkeltnæringer i distrikter kan for eksempel rammes av høyere toll eller reguleringer. De som bærer kostnadene av mottiltak, vil da være ansatte i disse selskapene og innbyggerne i kommunene der selskapene er lokalisert.

Regjeringen vil i en slik situasjon kunne måtte bruke ordinære diplomatiske kanaler for å bøte på en skade som har skjedd. Det er likevel usikkert hvor effektivt det vil være. Virkningene av politiske tiltak er ikke nødvendigvis symmetriske. En stat som reagerer på en tilråding og investeringsbeslutning, kan velge å la reaksjonen komme til uttrykk på felter der den selv har lite å tape og Norge mye. For et lite og åpent land vil kostnaden ved mottiltak kunne være vesentlig større enn den tilsvarende kostnaden for motparten.

Et annet alternativ, som regjeringen etter vedtak i Stortinget benyttet i november 2025, vil være å stille det etiske rammeverket i bero. Utvalget mener det var et engangstiltak som bør søkes unngått. Stabile rammer for forvaltningen har vesentlig verdi. En bør også unngå at regjeringen kommer i en krevende spillsituasjon med det landet som iverksetter mottiltak eller truer med det. Det er etter utvalgets syn derfor bedre å dempe risikoen for at politiske mottiltak mot Norges bredere interesser kan oppstå. Samtidig bør selskaper fra ulike land så langt råd er behandles likt.

SPU er statlig, og det investeres etter et rammeverk som fastsettes av Finansdepartementet og forankres i Stortinget. Tilrådinger og beslutninger i forvaltningen av fondet kan av andre oppfattes som uttalelser og beslutninger fra norske myndigheter. Risikoen for reaksjoner kan dermed oppstå fordi fondets investeringsbeslutninger av andre kan bli tillagt en politisk betydning som går utover beslutningenes finansielle og etiske begrunnelse. Handlingen kan oppfattes og feiltolkes som kritikk av lover, reguleringer og praksis i landene der selskapet hører til og driver sin virksomhet. Den politiske risikoen oppstår dermed ikke bare som følge av hva fondet gjør, men også som følge av hvordan fondet eies, og av hvordan fondets beslutninger blir tolket av andre aktører.

Å ta hensyn til politisk risiko er ikke nytt. Mestadutvalget uttalte i NOU 2020: 7 blant annet følgende om hvordan selskaper med begrenset handlingsrom bør behandles:[14]

> *«Alle selskaper skal vurderes etter samme etiske standard. … I land med avvikende normer er utfordringen særlig knyttet til lokale selskaper og selskaper som staten på ulike måter kontrollerer. Slike selskaper har gjerne et begrenset handlingsrom, og informasjon kan være vanskelig tilgjengelig. Derfor kan det være behov for å tilpasse virkemiddelbruken overfor slike selskaper der vurderingene i større grad knyttes opp til selskapenes handlingsrom og vilje til å avbøte virkningene av de forholdene de opererer under.»*

Departementet var enig i dette og uttalte i den etterfølgende stortingsmeldingen om fondet:

> *«… Departementet er enig i at det overfor slike selskaper kan være behov for å tilpasse virkemiddelbruken ut fra de rammer disse selskapene opererer under og deres vilje til å avbøte virkningene av disse forholdene. Det kan for slike selskaper være et særlig behov for en tettere kommunikasjon mellom Etikkrådet og Norges Bank på et tidlig stadium, slik utvalget peker på. Etikkrådet bør for slike selskaper kunne skrive tilråding om utelukkelse med en litt annen form og innretning enn andre tilrådinger ved at både risikovurderinger for land og bransje bør kunne tillegges vekt. Departementet legger samtidig vekt på at alle selskaper skal vurderes individuelt og med grundighet.»*[15]

Disse vurderingene var knyttet til selskaper med begrenset handlingsrom i stater med avvikende normer og som utøvde kontroll over selskapene. Det ble da vurdert som hensiktsmessig å tilpasse kommunikasjon og virkemiddelbruk, se også kapittel 15.

Samarbeid mellom land har over de siste årene blitt mer transaksjonelt og forhandlingspreget, der flere spørsmål legges i samme forhandling og reaksjoner kan være lite forutberegnelige. Det gjelder også mellom allierte. At fondet har utelukket et selskap i tråd med retningslinjene, kan for eksempel implisitt eller eksplisitt bli søkt trukket inn i forhandlinger om handel eller andre økonomiske interesser. Norge er en åpen økonomi som ikke er medlem av EU eller EUs tollunion. Det kan gjøre Norge mer sårbart i en tid med geopolitisk rivalisering.

Fondets legitimitet, integritet og finansielle formål skal ivaretas. Det er viktig at styringsmodellen angir tydelige, avklarte og adskilte roller og beslutningsprosesser. Et tydelig

[14] NOU 2020:7 Verdier og ansvar, s. 6.

[15] Meld. St. 24 (2020–2021) Statens pensjonsfond 2021, s. 139.

regelverk med klare terskler og forankring i anerkjente internasjonale normer for god selskapsstyring og ansvarlig forvaltning gjør det lettere for andre å forstå beslutninger om utelukkelser. En beslutning som flere institusjonelle eiere kan tenkes å treffe, er også vanskeligere å framstille som uttrykk for én bestemt stats politikk.

Regler og prosesser må kommuniseres klart for å synliggjøre at beslutninger følger av mandat, retningslinjer, etablerte kriterier og en konsistent beslutningsprosess. God kommunikasjon kan redusere rommet for misforståelser og risikoen for at andre tilskriver Norges Bank en annen motivasjon for handlingene enn tiltenkt. Dette vil også redusere risikoen for mottiltak.

Det er likevel ikke mulig å forhindre at andre aktører velger å fortolke fondets beslutninger som politiske handlinger. Etisk begrunnede utelukkelser er verdibaserte og grenser i flere tilfeller opp mot politikk. En regjering kan ønske eller av politiske grunner se seg tvunget til å reagere i slike situasjoner. Interesseorganisasjoner, medier og politiske miljøer både her hjemme og ute kan på tilsvarende måte bidra til å gi fondets disposisjoner en politisk betydning.

Norges Bank må derfor være oppmerksom på den politiske sammenhengen fondet opererer i. Norges Bank er ikke og skal ikke være en politisk aktør, og banken bør heller ikke opptre på en måte som gjør at den kan oppfattes slik. Banken må derfor ha kunnskap og kompetanse om politisk risiko og være særlig oppmerksom på eventuell risiko som kan utløses av fondets egne beslutninger og handlinger. Banken bør vurdere hvordan beslutninger kan bli fortolket, hvilke reaksjoner de kan utløse og hvilke konsekvenser de kan få for fondet.

Styringsmodellen må likevel være utformet slik at det ikke skapes forventninger om at politisk press vil føre fram. Banken bør holde fast ved prinsippene og de etiske standardene, og samtidig utøve et godt skjønn i valg av virkemiddel. Eierskapsutøvelse bør som en hovedregel være hovedvirkemiddelet, jf. ovenfor.

Dersom banken vurderer risikoen for politiske mottiltak som vesentlig, kan det for eksempel være relevant å vurdere tidspunkt, bruke mer tid for å sikre at saken er grundig belyst, intensivere eierskapsutøvelsen eller vurdere andre virkemidler før en eventuell utelukkelse gjennomføres.

Banken bør vurdere risikoen ved egne handlinger og ta hensyn til den innenfor det handlingsrommet regelverket gir. Men når en beslutning er truffet etter en slik vurdering og avveiing, må banken også kunne stå ved den. At politiske reaksjoner kan oppstå, kan ikke i seg selv være tilstrekkelig grunn til å fravike etablerte kriterier eller beslutninger.

Del II
Virkemidler

9 Ansvarlig forvaltning og valg av virkemiddel

9.1 Innledning

Statens pensjonsfond utland (SPU) er en ansvarlig, finansiell investor.

I henhold til bankens mandat skal hovedstyret fastsette prinsipper for den ansvarlige forvaltningen. Det skal legges vekt på at forvaltningen har en lang tidshorisont og er basert på bred spredning av investeringene. Prinsippene skal videre baseres på hensynene til god selskapsstyring, miljø og samfunnsmessige forhold i tråd med internasjonalt anerkjente prinsipper og standarder fra blant annet FN og OECD. Prinsippene skal også gjenspeile hensynet til god håndtering av klimarisiko.

Den ansvarlige forvaltningen skal støtte opp under målet om høy avkastning med en akseptabel risiko. Fondet har ikke andre mål.[1] God avkastning på lang sikt anses å avhenge av en bærekraftig utvikling og velfungerende og effektive markeder.

Banken har gjort kjent sine forventninger innen en rekke temaer om hvordan selskaper bør ta hensyn til mennesker, samfunn, klima og natur og hvordan slike forhold kan påvirke selskapers risiko og muligheter. Forventningsdokumentene ligger til grunn for bankens oppfølging av selskapene. Banken kaller denne oppfølgingen for «den ordinære eierskapsutøvelsen».

Banken følger også opp selskaper som er identifisert etter kriteriene i de etiske retningslinjene for å motvirke at fondet skal være nært knyttet til grove etiske normbrudd. Her er det kriteriene i de etiske retningslinjene som ligger til grunn for oppfølgingen av selskapene. Disse kriteriene skal ikke ivareta finansielle hensyn. Banken kaller dette for «særskilt eierskapsutøvelse».

Hvordan dialog og andre virkemidler i den ansvarlige forvaltningen innrettes, vil variere fra selskap til selskap avhengig av hvilke problemstillinger som er aktuelle å ta opp med dem. Tilnærmingen overfor selskaper som forårsaker eller bidrar til grove etiske normbrudd, vil likevel etter sitt formål være annerledes innrettet enn annen eierskapsutøvelse. Det er samtidig betydelig overlapp mellom temaene som forventningsdokumentene tar opp og temaene i kriteriene i retningslinjene.

Den ansvarlige forvaltningen er utviklet og bygget ut over tid. Banken bruker flere virkemidler. I avsnitt 9.2 gjøres det rede for virkemidlene i den ansvarlige forvaltningen. I avsnitt 9.3 vises det til forutsetninger og hensyn som banken må forholde seg til i denne virksomheten.

Utvalget er i mandatet bedt om å vurdere om *«eierskapsutøvelse bør få større vekt som virkemiddel»* i oppfølgingen av de etiske kriteriene. Dette er drøftet under utvalgets vurderinger i avsnitt 9.4.

[1] Enkelte fondsforvaltere har som uttalt mål at investeringene skal skape en positiv og målbar effekt for samfunn eller miljø. Slike investeringer omtales gjerne som «impact investing». SPU har ikke det som mål.

En bredere omtale av Norges Banks ansvarlige forvaltning er i kapittel 22.

9.2 Virkemidler i Norges Banks ansvarlige forvaltning

9.2.1 Innledning

Arbeidet med ansvarlig forvaltning omfatter flere virkemidler. Norges Bank arbeider både overfor selskapene i fondet, på bransjenivå og for å bedre rammevilkårene i markedene fondet er investert i.

Banken tar opp saker med styret i selskaper og bruker eierrettighetene til å stemme på generalforsamlinger. Ved siden av temaene i forventningsdokumentene om blant annet menneskerettigheter og miljø er selskapsstyring, aksjonærrettigheter, styrets sammensetning og godtgjøring av ledelsen problemstillinger banken er opptatt av.

Banken arbeider også med temaer som er felles for hele bransjer og sektorer og for å heve standardene på tvers av markeder.

9.2.2 Markedsgodkjenning

Etter mandatet fra Finansdepartementet har det vært et krav siden 2012 at hovedstyret skal godkjenne alle markeder, finansielle instrumenter og utstedere av statsobligasjoner før investeringer kan foretas, se også kapittel 5. Investeringsrisiko og operasjonell risiko er blant forholdene som vurderes. Banken innhenter informasjon fra anerkjente internasjonale organisasjoner, dataleverandører og andre relevante kilder.

Finansdepartementet skrev i stortingsmeldingen som fulgte opp Mestadutvalgets utredning i NOU 2020: 7 *Verdier og ansvar* at Norges Bank i prosessen med å godkjenne markeder skal ta «*hensyn til at banken skal kunne drive en ansvarlig forvaltning*» og merke seg «*hvor det er behov for særskilt aktsomhet, der informasjon om ESG-forhold kan være nyttig*».[2] Det ble i mandatet til banken tatt inn at banken «*skal ha rutiner for slik godkjenning, herunder for jevnlige vurderinger av allerede godkjente markeder».*

Investeringsrisiko ved markeder og utstedere av statsobligasjoner vurderes blant annet ut fra hensyn til stabilitet og bærekraft. Banken vurderer blant annet graden av politisk stabilitet, faren for krig og konflikt, risikoen for overgrep og maktmisbruk fra myndighetene, rettssikkerhet og beskyttelse av eiendomsrett. Vurderinger av bærekraft omfatter miljømessige, sosiale og styringsmessige forhold, herunder eksponering for klimaendringer, forvaltning av naturressurser og biologisk mangfold, arbeidstakerrettigheter og sosiale vilkår, samt selskapsstyring og korrupsjonsrisiko. For markeder vurderes i tillegg blant annet hvordan markedet er regulert, markedsplassens funksjonsmåte og minoritetsaksjonærers rettigheter.

I sitt høringssvar til Sverdruputvalgets utredning NOU 2022: 12 *Fondet i en brytningstid* pekte Norges Bank på at muligheten til å ikke godkjenne et marked som inngår i

[2] Meld. St. 24 (2020–2021) Statens pensjonsfond 2021.

referanseindeksen, er begrenset av risikorammen for den aktive forvaltningen.[3] Der et marked eller land ikke oppfyller kravene for godkjenning, kan Norges Bank gi departementet råd om å endre referanseindeksen. Det har hittil ikke skjedd.

9.2.3 Arbeid med standardsetting og markedspraksis

Norges Bank arbeider med standardsettere på markeds- og bransjenivå, se også boks 9.1 nedenfor. Banken er i kontakt med regulerende myndigheter for å bidra i utviklingen av standarder og markedspraksis blant annet innen selskapsstyring, selskapsrapportering, ansvarlig næringsliv og klima- og naturrisiko. Banken støtter og deltar i internasjonale nettverk, organisasjoner og investor- og industriinitiativer som arbeider for ansvarlig forvaltning, god selskapsstyring og bærekraftig verdiskaping. Banken gir offentlige høringsuttalelser og støtter akademisk forskning med sikte på å forbedre kunnskapsgrunnlaget.

9.2.4 Forventninger til selskapene

Norges Bank publiserer som nevnt forventningsdokumenter som beskriver hva banken som en finansiell investor forventer av selskapene innen temaer som menneskerettigheter, barns rettigheter, klima, korrupsjon og miljø, se nærmere omtale i kapittel 22.[4] Dokumentene bygger på internasjonale standarder, herunder FNs Global Compact, OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper, FNs veiledende prinsipper for næringsliv og menneskerettigheter (UNGP) og G20/OECDs prinsipper for selskapsstyring. I tillegg publiserer banken posisjonsnotater som tar for seg mer konkrete spørsmål innen selskapsstyring, som styrets sammensetning og uavhengighet, lederlønn og aksjonærrettigheter. Både forventningsdokumentene og posisjonsnotatene ligger til grunn for bankens dialog med selskaper og stemmegiving på generalforsamlinger, og for bankens arbeid med standardsetting og markedspraksis.

Bankens forventninger uttrykker en retning og en ambisjon. Selskaper som ligger langt bak beste praksis, blir fulgt opp på ulike måter. Selskaper som ikke innfrir alle bankens forventninger, utløser ikke automatisk en bestemt reaksjon fra banken. Med flere tusen selskaper i porteføljen må banken prioritere blant annet etter hvilken finansiell betydning selskapet har for fondet. En slik prioritering gjelder likevel ikke for selskaper som identifiseres etter kriteriene i de etiske retningslinjene. Selskaper som Etikkrådet har gitt en tilråding om enten observasjon eller utelukkelse, skal etter retningslinjene alltid følges opp.

[3] Norges Bank (2023), høringsuttalelse til NOU 2022: 12 Fondet i en brytningstid, brev til Finansdepartementet 5. januar 2023.

[4] Norges Bank har per oktober 2026 åtte forventningsdokumenter om henholdsvis barns rettigheter, klimaendring, menneskerettigheter, skatt og åpenhet, antikorrupsjon, forvaltning av humankapital, forbrukerinteresser og natur.

9.2.5 Arbeidet med risikoovervåking og risikobaserte nedsalg

Norges Bank har over tid bygget opp systemer for å kunne overvåke og følge opp ulike temaer innen bærekraft. Ny teknologi gjør det mulig å overvåke flere selskaper og vurdere dem hyppigere enn tidligere. Porteføljen overvåkes daglig for alvorlige hendelser. Banken iverksetter ulike tiltak avhengig av hvordan risikoen ved det enkelte selskap vurderes, jf. ovenfor.

Norges Bank har siden 2021 også vurdert bærekraftsrisiko ved alle selskaper som indeksleverandøren FTSE Russell vil inkludere i fondets aksjeindeks, også de som ennå ikke er i fondets portefølje. Slike forhåndsvurderinger gjør det mulig å identifisere selskaper med forhøyet risiko på et tidlig tidspunkt og legger til rette for videre oppfølging gjennom virkemidlene i den ansvarlige forvaltningen. Der det avdekkes uakseptabel finansiell risiko som følge av selskapenes håndtering av bærekraftsrisiko, har Norges Bank avstått fra å investere. Dette er aktive investeringsbeslutninger som trekker på rammen for avvik fra referanseindeksen, og de klassifiseres som såkalte risikobaserte nedsalg.

Norges Bank foretar videre risikobaserte nedsalg av selskaper som er i porteføljen som banken vurderer å ha en forretningsmodell med høy finansiell risiko. Banken offentliggjør ikke begrunnelser eller selskapsnavn ved risikobaserte nedsalg, tilsvarende som banken heller ikke offentliggjør andre aktive investeringsbeslutninger. I den årlige rapporten om ansvarlig forvaltning gjør banken rede for antall selskaper og hvilket bærekrafttema nedsalgene er begrunnet med. Selskaper som selges ved risikobaserte nedsalg, tas ikke ut av fondets referanseindeks. Dette skiller dem fra de etiske utelukkelsene der selskapene tas ut av referanseindeksen og dermed ikke belaster rammen for avvik fra referanseindeksen.

Ved risikobaserte nedsalg kan banken kjøpe tilbake aksjene, for eksempel dersom selskapet i mellomtiden har falt i verdi. Verdifallet kan ha sammenheng med at risikoen som banken la til grunn ved salget, har materialisert seg. Dette illustrerer en forskjell mellom risikobaserte nedsalg og etiske utelukkelser og at risikobaserte nedsalg er finansielt motivert.

9.2.6 Aktsomhetsvurderinger

Norges Bank gjennomfører såkalte aktsomhetsvurderinger i tråd med standardene fra OECD og FN. OECD har også en egen veileder for institusjonelle investorer, jf. kapittel 6. Banken søker i dette arbeidet å kartlegge, vurdere og håndtere mulige og faktiske negative konsekvenser som porteføljeselskaper kan forårsake, bidra til eller være knyttet til. Banken kan bruke sin innflytelse som eier for å påvirke selskapene til å forebygge og redusere slike konsekvenser.

Banken kartlegger risiko både før og etter at investeringer gjøres. Banken prioriterer selskapene der de negative konsekvensene er størst. Oppfølgingen skjer gjennom overvåking, dialog og stemmegiving, utveksling av informasjon med Etikkrådet og ved risikobaserte nedsalg.

Banken har de senere årene skjerpet rutinene for aktsomhetsvurderingene i områder preget av krig og konflikt og der risikoen for menneskerettighetsbrudd vurderes som høy.

9.2.7 Flere typer eierskapsutøvelse

Norges Bank har som vist til ovenfor delt inn eierskapsutøvelsen i to former: ordinær eierskapsutøvelse og særskilt eierskapsutøvelse, se nærmere omtale i kapittel 22. Antallet pågående dialoger under de to formene for eierskap har vært forskjellig. Banken hadde dialog med over 800 selskaper i 2025 om ulike temaer innen bærekraft og selskapsstyring, mens det var fem pågående såkalte særskilte eierskapsdialoger.

Den ordinære eierskapsutøvelsen har som mål å ivareta fondets langsiktige finansielle interesser. Dialogen med selskapene tar blant annet utgangspunkt i forventningsdokumentene. Banken stemmer på generalforsamlinger og kan stemme mot styremedlemmer og støtte velbegrunnede aksjonærforslag.

Forventningsdokumentene er prinsipielle og går ikke inn på hvordan selskaper spesifikt skal gå fram for å håndtere ulike hensyn. Det er opp til selskapene å vurdere hvilke tiltak som er egnet. Banken kan derfor også stemme mot aksjonærforslag som tar opp temaer som tilsynelatende støtter opp om et forventningsdokument, men som likevel ikke er i tråd med hvilke tiltak banken mener er hensiktsmessige.

Særskilt eierskapsutøvelse har vært et virkemiddel under de etiske retningslinjene der formålet er å motvirke grove etiske normbrudd som Etikkrådet har identifisert i det aktuelle selskapet. Før observasjon eller utelukkelse etter anbefaling fra Etikkrådet besluttes, skal Norges Bank «*vurdere om eierskapsutøvelse kan være egnet til å redusere risikoen for fortsatt normbrudd eller av andre årsaker kan være mer hensiktsmessig*».[5] Banken skal «*se de ulike virkemidlene den har til rådighet i sammenheng og benytte dem på en helhetlig måte»*.[6]

Det er som nevnt overlapp mellom temaene banken tar opp i den ordinære eierskapsutøvelsen og kriteriene i de etiske retningslinjene. Norges Banks ordinære eierskapsutøvelse kan dermed bidra til å redusere risikoen for grove etiske normbrudd. Den ansvarlige forvaltningen kan på denne måten bidra til at færre selskaper over tid blir aktuelle for utelukkelse.

Sammenfallet er likevel ikke fullstendig. Som vist til ovenfor, er formålet med den ordinære eierskapsutøvelsen å ivareta fondets langsiktige finansielle interesser. Formålet med den særskilte eierskapsutøvelsen er å motvirke og unngå å være investert i selskaper nært knyttet til grove etiske normbrudd. Den særskilte eierskapsutøvelsen er rettet mot en identifisert risiko for et grovt normbrudd og er gjerne mer spesifikk om hvilke endringer selskapet forventes å gjennomføre enn den ordinære eierskapsutøvelsen. Oppfølgingen er hyppigere og krever mer ressurser, og den involverer i større grad selskapets fagmiljøer, se eksemplene

---

[5] Retningslinjer for observasjon og utelukkelse av selskaper fra Statens pensjonsfond utland § 6 femte ledd.

[6] For det produktbaserte kullkriteriet og adferdsbaserte klimakriteriet kunne hovedstyret beslutte observasjon eller utelukkelse etter eget initiativ, dvs. uten tilråding fra Etikkrådet.

Under de midlertidige retningslinjene som trådte i kraft 7. november 2025, treffer ikke Norges Bank nye beslutninger om observasjon eller utelukkelse. Etikkrådet overvåker fortsatt fondets investeringer og informerer Norges Bank om selskaper som identifiseres for mulig eierskapsutøvelse, men gir ikke lenger råd om observasjon eller utelukkelse.

beskrevet i boks 9.2. Selskaper som er under særskilt eierskapsutøvelse, kan i siste instans bli utelukket. I noen saker hvor det er avdekket en risiko for at et selskap medvirker til grove normbrudd, har banken valgt at selskapet skal settes under observasjon. Det er også en form for eierskapsutøvelse med likhetstrekk med særskilt eierskapsutøvelse, men med Etikkrådet og ikke Norges Bank som utøver. Dette virkemiddelet har enten kunnet bli tilrådd av Etikkrådet eller besluttet av Norges Bank etter en tilråding om utelukkelse fra Etikkrådet.

9.3 Norges Banks forutsetninger for å drive ansvarlig forvaltning

9.3.1 Særtrekk ved SPU

Fondet er et av verdens største fond med én eier og som blir forvaltet av én forvalter. Det har i prinsippet en uendelig investeringshorisont og bred spredning. Kombinasjonen av størrelse, langsiktighet og bredde i investeringene gir banken et godt utgangspunkt for å drive ansvarlig forvaltning og god tilgang til selskapene den ønsker å føre dialog med. Norges Bank har bygget opp kompetanse og systemer for å overvåke og vurdere selskapene fondet er investert i. Ny teknologi gjør det mulig å innhente informasjon og i enda større grad effektivisere overvåkingen og oppfølgingen av selskaper.

Fondet investerer i mange tusen børsnoterte selskaper etter brede markedsindekser i mange regioner og land. Som en universell eier kan fondet ha interesser som skiller seg fra interessene til andre aksjonærer. Det er den samlede langsiktige verdiskapingen på tvers av porteføljen som er avgjørende for SPU, ikke lønnsomheten i enkeltselskaper isolert. For en bredt diversifisert portefølje med en lang tidshorisont kan hensyn til samfunn og miljø og finansielle hensyn oftere sammenfalle enn for smalere og mer kortsiktige aksjonærer.

Fondets finansielle interesser som en indeksnær, langsiktig investor ivaretas best når standardene løftes for hele markeder og bransjer samtidig. Der en utfordring er felles for mange selskaper, arbeider banken derfor for å heve standarden i bransjer og markeder framfor å forbedre praksis i enkeltselskaper, se boks 9.1.

Noen problemstillinger er utbredt i hele bransjer. Barnearbeid i enkelte leverandørkjeder og uforsvarlig skipsopphugging er eksempler på dette. Slike problemer kan være vanskelige å løse gjennom dialog med ett selskap alene, men krever innsats på bransjenivå. Det må da arbeides for å styrke bransjestandarder og regulatoriske initiativer. Fondets langsiktighet, størrelse og brede portefølje gir et godt utgangspunkt for denne typen arbeid.

Forhold som dekkes av kriteriene i de etiske retningslinjene, er ofte komplekse og kan kreve tålmodig og standhaftig eierskapsutøvelse fra investors side over tid for å oppnå endring. Fondets langsiktighet gjør det mulig å opprettholde forventninger overfor selskaper også der endring kan ta tid.

Samtidig innebærer fondets særtrekk noen begrensninger. For et statlig fond kan både utelukkelser og andre virkemiddel innen ansvarlig forvaltning oppfattes som uttrykk for politiske preferanser fra norske myndigheter, se nærmere omtale i kapittel 8. Det kan i verste fall påvirke rammevilkårene for fondets investeringer og den ansvarlige forvaltningen.

Boks 9.1 Eksempler på arbeid på bransjenivå

Mye av oppmerksomheten om Norges Banks ansvarlige forvaltning rettes mot enkeltselskaper. Dialog med enkeltselskaper utgjør en viktig del av det løpende eierskapsarbeidet, men vel så viktig er arbeidet som gjøres på bransje- og markedsnivå. Når en utfordring er felles for en hel bransje, har dialog med ett selskap av gangen begrenset rekkevidde. Et selskap kan videre ha begrenset insentiv til å innføre tiltak på egen hånd dersom samme tiltak ikke innføres av konkurrentene. Bransjeomfattende standarder reduserer denne barrieren ved å etablere like rammevilkår for samtlige aktører, og resultatene kommer til anvendelse hos mange selskaper samtidig. Norges Bank arbeider derfor med utfordringer som er utbredt på bransjenivå, blant annet ved å ta initiativ til eller delta i samarbeid mellom selskaper, bransjeorganisasjoner og andre aktører.

Barns rettigheter og antikorrupsjon er to områder der Norges Bank har arbeidet med initiativer på bransjenivå.

Hybride bomullsfrø

Norges Bank tok i 2008 initiativ til et møte med fire store frøselskaper: Bayer, DuPont, Monsanto og Syngenta.[1] Bakgrunnen var utbredt barnearbeid i produksjon av hybride bomullsfrø i India. Norges Bank var tilrettelegger for prosessen, mens selskapene selv fikk ansvaret for å utvikle en felles handlingsplan mot barnearbeid i leverandørkjeden. Samarbeidet endte i en felles posisjonserklæring i regi av bransjeorganisasjonen CropLife, der samtlige medlemsselskaper i bransjeorganisasjonen forpliktet seg til å forby bruk av barnearbeid hos leverandører og andre forretningsforbindelser.[1]

Kakao

Kakao var en av fire bransjer sammen med gruvedrift, stål og tekstil som Norges Bank fra 2008 fulgte særskilt opp gjennom egne forventninger til barns rettigheter. Den første etterlevelsesrapporten ble publisert i mars 2009 og omfattet 430 selskaper i disse fire bransjene. Rapporten viste at få av dem hadde systemer for løpende risikovurderinger og overvåking av barnearbeid i egen virksomhet eller i leverandørkjeden.[2] Banken fulgte opp selskaper gjennom eierskapsdialog over flere år og ga støtte til bransjeinitiativ. I 2015 ba Norges Bank det Oslo-baserte International Law and Policy Institute (ILPI) om å utrede kakaosektoren i Vest-Afrika nærmere. Dette var en av to rapporter som ble bestilt om barnearbeid i høyrisikobransjer. Rapporten viste at barnearbeid var et vedvarende og økende problem i Elfenbenskysten og Ghana, til tross for at begge land hadde ratifisert de sentrale ILO-konvensjonene og innført nye lover og reguleringer om barnearbeid. Spriket mellom regelverk og praksis kunne skyldes manglende kapasitet til håndheving fra myndighetene, en stor uformell økonomi og/eller politisk uro. Samtidig fant rapporten at den økte internasjonale oppmerksomheten om barnearbeid hadde hatt en virkning på de store selskapene i kakaosektoren. Selskapene hadde selv satt i verk tiltak mot barnearbeid i egne leverandørkjeder. Tiltakene til Nestlé ble trukket fram som et godt eksempel på hvordan selskaper kan bidra effektivt til å løse komplekse og sosiale utfordringer som blant annet barnearbeid i leverandørkjeden.[3]

Tekstil- og klesbransjen

Norges Bank og UNICEF samarbeidet fra 2017 om et internasjonalt nettverk for selskaper i sko- og klesbransjen.[4] Kjente merkevarer som H&M, Adidas og VF Corporation deltok. Initiativet ble ferdigstilt i 2020–2021 og resulterte i en veileder som skal hjelpe selskaper til å fremme barns rettigheter i leverandørkjeden. Som del av samarbeidet ble det også publisert en rapport med eksempler på god forretningspraksis.[5]

Antikorrupsjon i helsebransjen

I 2020 etablerte Norges Bank en arbeidsgruppe om antikorrupsjon for selskaper i helsebransjen tilrettelagt av Basel Institute on Governance. Helsebransjen ble valgt fordi den er særlig utsatt for korrupsjonsrisiko, med komplekse verdikjeder og store pengestrømmer. Åtte legemiddelselskaper deltok, blant dem AstraZeneca, GlaxoSmithKline, Novartis og Novo Nordisk. Arbeidet munnet ut i en veileder med 17 indikatorer for selskapsrapportering på området. Flere av selskapene som deltok, har senere lagt indikatorene til grunn for sin egen rapportering. For eksempel publiserer Novartis en egen rapport som redegjør for selskapets arbeid mot bestikkelser etter veilederens indikatorer.[6]

[1] Norges Bank Investment Management (2020), Investing responsibly – The 20-year history, 28. august 2020, s. 21.

[2] Kettis, M. (2009), «Children's Rights – A concern for investors», norges-bank.no. Ifølge artikkelen ble «CropLife Position on Child Labour in the Seed Supply Chain» offentliggjort av CropLife International 12. juni 2009, som resultat av samarbeidet mellom Bayer, DuPont, Monsanto og Syngenta.

[3] Kettis (2009).

[4] Norges Bank Investment Management (2017), «UNICEF og Oljefondet etablerer nettverk for barns rettigheter», pressemelding 24. november 2017.

5 Norges Bank Investment Management (2020), «Ny veiledning fra UNICEF og NBIM skal fremme barns rettigheter i globale leverandørkjeder», pressemelding 10. juni 2020.

6 Norges Bank Investment Management (2020), Measuring effectiveness of anti-corruption programmes: Indicators for company reporting, veiledningsnotat utarbeidet i samarbeid med Basel Institute on Governance, 26. november 2020.

Boks 9.2 Eksempler på særskilt eierskapsutøvelse

Særskilt eierskapsutøvelse innebærer at Norges Bank følger opp enkeltselskaper over tid med sikte på å endre selskapsadferden som lå til grunn for Etikkrådets tilråding. Eksemplene viser at særskilt eierskapsutøvelse i flere tilfeller kan bidra til konkrete endringer i selskapenes praksis, men også at virkemidlet har begrensninger. Risikoreduksjon følger i noen tilfeller av at selskapet selger den aktuelle virksomheten snarere enn at de underliggende forholdene utbedres. De siste to selskapene som omtales, er eksempel på at eierskapsutøvelse ikke alltid fører fram.

UPL

Etikkrådet anbefalte i 2018 å sette det indiske kjemikalieselskapet UPL under observasjon. Bakgrunnen var barnearbeid i datterselskapet Advanta Seeds' frøleverandørkjede i India. Hovedstyret i Norges Bank besluttet å følge opp selskapet gjennom særskilt eierskapsutøvelse over fem år. Målet for dialogen med UPL var å redusere omfanget av barnearbeid i datterselskapets leverandørkjede vesentlig gjennom retningslinjer og systemer for å forebygge, oppdage og håndtere bruk av barnearbeid. I løpet av perioden vedtok UPL nye retningslinjer med nulltoleranse for barnearbeid, oppdaterte kontraktene med frøprodusentene, gjennomførte en femårig kampanje mot barnearbeid og styrket kontrollsystemene. Eksterne evalueringer viste lovende resultater. Norges Bank vurderte i 2023 at den framoverskuende risikoen for normbrudd var redusert og avsluttet den særskilte eierskapsutøvelsen. Selskapet følges videre opp gjennom den ordinære eierskapsdialogen.[1]

AngloGold Ashanti

Etikkrådet anbefalte i 2012 å utelukke det sørafrikanske gruveselskapet AngloGold Ashanti på grunn av uakseptabel risiko for medvirkning til alvorlig miljøskade og alvorlige menneskerettighetsbrudd ved to gullgruver i Ghana. Etter anbefaling fra Norges Bank besluttet Finansdepartementet i 2013 å be Norges Bank følge opp selskapet gjennom eierskapsutøvelse over fem år, en periode Norges Bank i 2018 forlenget med ytterligere tre år. Målet var å få selskapet til å rydde opp i tidligere forurensning og drive gruven i tråd med internasjonalt anerkjente standarder. Norges Bank søkte å få selskapet til å redusere utslippet av tungmetaller, kartlegge og bøte på historisk forurensning av grunn og grunnvann og å ha en framtidig drift i samsvar med anerkjente standarder for vann-, avfalls- og deponihåndtering. Selskapet gjennomførte en omstrukturering av gruvedriften og en miljøkonsekvensanalyse som omfattet planer for videre opprydding. Norges Bank vurderte i 2022 at risikoen framover var redusert og avsluttet den særskilte eierskapsutøvelsen. Selskapet følges videre opp gjennom den ordinære eierskapsdialogen.[2]

Shell og Eni

Etikkrådet anbefalte i 2012 å sette Shell og Eni under observasjon på grunn av oljeutslipp og alvorlig miljøskade i Niger-deltaet. Finansdepartementet ba i stedet Norges Bank følge opp selskapene gjennom eierskapsutøvelse, og de to selskapene ble fulgt opp parallelt. Sakene illustrerer at slik oppfølging kan være langvarig og krevende. Over det neste tiåret hadde banken jevnlig dialog med selskapene og overvåket oljevernarbeid og

utbedringstiltak. I 2023 mente banken at det fortsatt forelå en risiko for normbrudd og forlenget den særskilte eierskapsutøvelsen. Etter at Eni kunngjorde planer om å gå ut av de landbaserte operasjonene i Niger-deltaet og fullførte salget av datterselskapet NAOC, vurderte banken i 2025 at risikoen for videre medvirkning til alvorlig miljøskade ikke lenger var uakseptabel og avsluttet den særskilte eierskapsutøvelsen.[3] Også den særskilte eierskapsutøvelsen overfor Shell ble avsluttet etter at selskapet i 2025 solgte datterselskapet som opererte olje- og gassvirksomhet i Nigerdeltaet til lokale operatører.

Eni, Saipem, PetroChina og ThyssenKrupp

Siden 2005 har Etikkrådet avgitt tilrådinger om 17 selskaper under korrupsjonskriteriet. Fem selskaper er blitt utelukket. For de øvrige valgte Norges Bank observasjon eller eierskapsutøvelse. Normbruddet har som regel skjedd i selskapets egen virksomhet. Tiltak vil derfor rette seg mot selskapets interne systemer for å forebygge, avdekke og håndtere korrupsjon etter anerkjente standarder og retningslinjer. Når korrupsjon avdekkes, følger dessuten ofte rettsprosesser og bøter, se også kapittel 11. For eksempel påla tysk påtalemyndighet i 2017 ThyssenKrupps datterselskap en inndragning på 48 millioner euro som følge av bestikkelser for å vinne kontrakter i Hellas og Peru.[4] Inndragningen tilsvarte fortjenesten på oppdraget. Selskapene har dermed en egeninteresse i å redusere korrupsjonsrisikoen. De fire selskapene Eni, Saipem, PetroChina og ThyssenKrupp er blitt fulgt opp gjennom særskilt eierskapsutøvelse framfor utelukkelse eller observasjon. Oppfølgingen ble i alle fire tilfellene avsluttet etter at Norges Bank vurderte at den framoverskuende risikoen for grov korrupsjon var tilstrekkelig redusert.

Bolloré SE og Compagnie de l'Odet SE

Etikkrådet anbefalte i mars 2024 å utelukke de franske selskapene Bolloré SE og Compagnie de l'Odet SE på grunn av uakseptabel risiko for medvirkning til grove og systematiske menneskerettighetsbrudd. Tilrådingen gjaldt hovedsakelig arbeidsforhold, kjønnsrelatert vold og trakassering av arbeidstakere ved oljepalmeplantasjer i Kamerun. Bolloré SE og Compagnie de l'Odet SE var knyttet til plantasjene gjennom eierskap i selskapet Socfin. [5] Norges Bank besluttet i juni 2024 å følge opp selskapene gjennom eierskapsutøvelse i inntil to år. Norges Bank hadde samme år et innledende møte med Bolloré SE om selskapets aktsomhetsvurderinger, håndteringen av menneskerettighetsbrudd og forholdet til datterselskaper og tilknyttede selskaper. [6] Etter flere forsøk på videre dialog besluttet Norges Bank i 2025, dvs. før to år var gått, å utelukke begge selskapene fordi eierskapsutøvelse ble vurdert å ikke føre fram.[7]

[1] Norges Bank (2023), «Beslutninger om observasjon og utelukkelse», pressemelding 6. juli 2023.

[2] Norges Bank (2022), «Beslutninger om observasjon og utelukkelse», pressemelding 15. juni 2022.

[3] Norges Bank (2025), «Beslutninger om utelukkelse og særskilt eierskapsutøvelse», pressemelding 15. januar 2025.

[4] Etikkrådet for Statens pensjonsfond utland (2020), Tilrådning om observasjon av ThyssenKrupp AG, 14. desember 2020.

[5] Norges Bank (2025), Ansvarlig forvaltning 2024.

[6] Norges Bank (2026), Ansvarlig forvaltning 2024.

[7] Norges Bank (2024), «Beslutninger om observasjon, utelukkelse og eierskapsutøvelse», pressemelding 26. juni 2024.

Boks 9.3 Utelukkelsen av Walmart

Utelukkelsen av Walmart Inc og Wal-Mart de Mexico SAB de CV er et eksempel der opphevelsen ble begrunnet med endret adferd. Selskapene ble utelukket i 2006 på grunn av uakseptabel risiko for medvirkning til grove eller systematiske menneskerettighetsbrudd, både i egen virksomhet og i leverandørkjeden. Etikkrådet la vekt på alvorlige normbrudd hos leverandører og på at selskapets kontrollsystemer var lite egnet til å avdekke dem. Da rådet i 2019 tilrådde å oppheve utelukkelsen, hadde selskapene styrket kontrollen med leverandørkjeden, basert den på anerkjente standarder med tredjepartsverifisering, og det forelå færre rapporter om kritikkverdige forhold. Selskapene motarbeidet fortsatt fagorganisering blant egne ansatte, men dette ble ikke alene ansett som tilstrekkelig grunnlag for fortsatt utelukkelse. Samlet vurderte Etikkrådet at risikoen for nye normbrudd ikke lenger var uakseptabel.

9.3.2 Handlingsrom og begrensninger

Selv om fondet er stort, er det likevel en minoritetsaksjonær med eierandeler på om lag 1–2½ prosent i de fleste selskapene i fondet. En minoritetsaksjonær kan stemme på generalforsamlinger, fremme forslag og føre dialog med selskapenes styre og ledelse og med standardsettere. Investorer kan også støtte bransjeinitiativer og delta i ulike typer investorsamarbeid. En minoritetsaksjonær kan imidlertid ikke instruere selskapet om hvordan virksomheten skal drives. Mulighetene til å oppnå konkrete resultater varierer mellom ulike typer selskaper, hvilken bransje de tilhører, hvor de er hjemmehørende og hvem de øvrige aksjonærene er. I selskaper med et konsentrert eierskap og statlig kontroll kan minoritetsaksjonærers handlingsrom være begrenset.

Gjennomslagskraften i eierskapsutøvelsen avhenger i stor grad av at det investoren ønsker å oppnå, også bygger opp under selskapets verdiskaping over tid. Der endret adferd også kan styrke selskapets lønnsomhet over tid, vil forutsetningene for å nå fram normalt være bedre. Grove normbrudd vil påvirke et selskaps ry og begrense mulighet for vekst. Tillit mellom partene, kunnskap om sektoren og forståelse for selskapets situasjon har også betydning. For å bygge slik tillit må dialogen mellom investor og selskapene kunne være fortrolig.

I saker der det ikke er sammenfallende interesser mellom fondet og andre aksjonærer, er mulighetene for å raskt oppnå resultater gjennom eierskapsutøvelse svakere. Det gjelder for eksempel i saker der selskaper på kort sikt vil påføres store kostnader eller tap av inntekter for å imøtekomme kravene som stilles. Her kan dialog likevel over tid føre fram, om enn kanskje langsommere. Det er viktig at fondet fortsatt forstås og opptrer som en ansvarlig, finansiell investor med et klart finansielt formål. At fondet forstås som en ansvarlig, finansiell aktør, er viktig for å bevare tilliten Norges Bank over lang tid har bygget opp hos selskaper og i markedene det investeres i. Dette hensynet må hele tiden balanseres mot andre resultater banken søker å oppnå.

Mulighetene for gjennomslag kan også være svakere dersom det selskapet kritiseres for, følger av nasjonal lovgiving. Eksempler kan være tvangsarbeid i statlig regi eller selskaper

som er underlagt krigslovgiving. I slike tilfeller er det ikke nødvendigvis selskapet, men myndighetene som er årsaken til forholdet. Eierskapsutøvelse er da et mindre egnet virkemiddel for eventuelt å avklare saksforholdet. Oppfølging av selskaper som implisitt eller eksplisitt er pålagt å levere varer og tjenester til egne myndigheter eller som opptrer etter pålegg fra myndighetene, er drøftet i kapittel 12.

Fondets handlingsrom vil variere mellom markeder. Norges Banks ansvarlige forvaltning og forventninger som stilles til selskaper er basert på internasjonalt anerkjente standarder og prinsipper for ansvarlig næringsliv. I enkelte land stilles det nå spørsmål ved at institusjonelle investorer stiller krav og forventninger til selskaper om langsiktig bærekraft og etisk adferd. I enkelte av markedene er det også voksende politisk og regulatorisk oppmerksomhet om grensen mellom ordinær aksjonæradferd og det som på et negativt vis oppfattes som aktivisme, jf. omtale i kapittel 22. Det er også en tendens til at aksjonærrettighetene i enkelte land har blitt svekket, både gjennom aksjer med ulik stemmerett og gjennom andre endringer som har begrenset aksjonærenes innflytelse.

9.4 Utvalgets vurderinger

Utvalget tilrår at utøvelse av eierskap får en større rolle for å motvirke risikoen for grove normbrudd i selskaper. Eierskapsutøvelse skal som en hovedregel forsøkes før utelukkelse vurderes. For en vurdering av eventuell utelukkelse av selskap fra bankens referanseindeks og investeringsunivers, se omtale i kapitlene 10, 11, 12 og 15.

Vi tilrår å videreføre et Etikkråd som vurderer selskaper opp mot fondets forpliktelse om å ikke være investert i selskaper med en uakseptabel risiko for at de forårsaker eller medvirker til grove normbrudd, men med en endret rolle. Rådet får i oppgave å vurdere risikoen for grove normbrudd i SPUs portefølje. Den vurderingen vil inngå som et grunnlag for bankens oppfølging og valg av virkemidler. Alternativet med å sette selskaper under observasjon faller da bort. All eierskapsutøvelse samles i Norges Bank. Se nærmere omtale i kapittel 13.

Utvalget mener at en endret oppgavefordeling mellom Etikkrådet og Norges Bank vil styrke ivaretakelsen av begge de to etiske forpliktelsene. Etikkrådet bidrar med råd og vurderer risikoen ved selskaper. Dette vil inngå i bankens grunnlag for valg av virkemiddel. Etikkrådet har høy kompetanse i å avdekke risiko for grove normbrudd, og samtidig har banken en nærhet til selskapene som gjør at den bedre kan vurdere valg av virkemiddel.

Vi tilrår også å slå sammen retningslinjene for den etiske forvaltningen som har gjeldt for Etikkrådet og retningslinjene for den ansvarlige forvaltningen som er stilet til Norges Bank. Begrepet «ansvarlig forvaltning» vil favne denne helheten. Se nærmere omtale i kapittel 15.

Norges Banks forutsetninger for ansvarlig forvaltning er vesentlig endret siden Graverutvalget la grunnlaget for det etiske rammeverket i 2003. Da retningslinjene ble innført, inneholdt ikke mandatet bestemmelser om ansvarlig forvaltning. Norges Bank hadde likevel etablert retningslinjer for slik virksomhet, stemte på generalforsamlinger og hadde startet å bygge opp kompetanse på området.

I dag er ansvarlig forvaltning en integrert del av forvaltningen og en sentral del av bankens mandat. Fondet er langt større, har større eierandeler i enkeltselskaper og investerer i langt

flere markeder. Fondet er en minoritetsaksjonær i selskapene, men likevel blant de største eierne i mange av dem. Norges Bank har gjennomgående god tilgang til styre, ledelse og fagpersoner i selskapene. Norges Bank har bygget kompetanse og bred erfaring innenfor ansvarlig forvaltning. Ny teknologi gir banken nye muligheter til å effektivt og systematisk overvåke et stort antall selskaper, fange opp risiko tidligere og følge selskapene tettere og mer målrettet opp enn før. Også blant andre forvaltere har ansvarlig forvaltning og eierskapsutøvelse som virkemiddel blitt utviklet og mer vanlig. Samlet gir dette etter utvalgets syn et vesentlig bedre utgangspunkt for den ansvarlige forvaltningen enn da det etiske rammeverket ble innført.

OECDs rammeverk legger til grunn at investorer skal bruke sin innflytelse til å påvirke selskaper til å forebygge eller redusere negative virkninger på mennesker, samfunn og miljø. SPUs retningslinjer har et noe annet utgangspunkt, som er å redusere risikoen for at fondet er investert i selskaper med en uakseptabel risiko for at forårsaker eller medvirker til grove normbrudd. Aktuelle virkemidler som er sammenfallende for begge rammeverk, inkluderer dialog med selskaper, stemmegiving, arbeid på bransjenivå og med standardsettere. Investorers innflytelse styrkes blant annet av størrelsen på eierandelen, tilgangen til selskapenes styre og ledelse og evnen til å følge opp selskapet over tid. På disse områdene har Norges Bank et utgangspunkt få andre deler og som nevnt en vesentlig styrket posisjon sammenliknet med da det etiske rammeverket ble etablert.

Norges Bank bør i tråd med OECDs retningslinjer fortsette å overvåke porteføljen for å kartlegge, vurdere og håndtere mulige og faktiske negative virkninger som porteføljeselskaper kan forårsake, bidra til eller være knyttet til. Banken bør bruke sin innflytelse som eier for å påvirke selskapene til å forebygge og redusere slike virkninger. I dette arbeidet vil banken også kunne identifisere risiko for grove normbrudd. Da bør Etikkrådet konsulteres, se også omtale i kapittel 13 og kapittel 15.

Etikkrådet vil i slike saker kunne gi en uavhengig vurdering av forholdene banken løfter fram. Rådet vil også på eget initiativ identifisere og vurdere selskaper opp mot de etiske kriteriene og gi risikovurderinger til Norges Bank. Rådets vurderinger vil da inngå i bankens samlede grunnlag for hvordan selskapet bør følges opp.

Banken bør som nevnt som en hovedregel først prøve eierskapsutøvelse og andre virkemidler i den ansvarlige forvaltningen for å søke å motvirke risikoen for grove normbrudd som selskaper fondet eier i, medvirker til. Utvalget legger til grunn at det i enkelte saker vil måtte vises tålmodighet og standhaftighet i oppfølgingen av selskaper. Forventninger til hvor raskt selskaper kan endre adferd eller begrense skade, vil kunne variere mellom ulike former for normbrudd. For eksempel kan det være enklere å oppnå framgang i dialog om selskapsstyring og interne systemer, som antikorrupsjonsprogrammer eller rutiner mot barnearbeid, enn i saker om fysiske miljøskader. Mens selskaper kan innføre nye interne systemer innenfor en tidsramme på noen år, kan tiltak for å forhindre og rydde opp etter en miljøskade ta betydelig lenger tid. Likevel kan selskapene iverksette avbøtende tiltak for å dempe miljøskadene og eventuelle negative virkninger for befolkningen. Dette har også sammenheng med hvilken kontroll selskapene selv har med normbruddene. I noen tilfeller vil selskapene kunne se det som eneste måte å bryte koblingen til normbrudd på være å selge eller på annet vis avslutte

den aktuelle virksomheten. Sannsynligheten for at selskapet velger å selge, kan være større når aktiviteten utgjør bare en mindre del av den samlede virksomheten.

Strategirådet for SPU anbefalte i 2013 at beslutninger om utelukkelse bør være del av en «sammenhengende kjede» av virkemidler.[7] Utvalget er enig i dette. Virkemidlene innen ansvarlig forvaltning er etter utvalgets syn mest relevante for adferdsbaserte saker. Mulighetene for å nå gjennom er normalt mer begrenset i produktbaserte saker, men med unntak av tilfeller der produktet utgjør en begrenset del av selskapets samlede virksomhet. Produkt- og adferdskriterier er nærmere drøftet i kapitlene 10, 11 og 12.

Det er viktig for Norges Banks innflytelse i dialogen med selskaper at selskapene oppfatter Norges Bank som en ansvarlig, finansiell investor med en konstruktiv tilnærming. Tillit mellom banken og selskapene er bygget opp over tid. Eierskapsutøvelsen etter kriteriene for grove etiske normbrudd bør innrettes slik at den ikke undergraver denne troverdigheten. Banken bør vurdere hva som er egnet virkemiddelbruk i det enkelte tilfellet og vil ofte måtte se hen til lokale forhold. I saker med grenseflater mot politisk omstridte spørsmål kan dette være spesielt viktig. Dette innebærer at handlingsrommet i enkelte tilfeller kan være trangere og at endringer kan ta tid. Å være til stede som aksjonær, uttrykke forventninger og å kunne følge opp når mulighetene til å påvirke er til stede, har verdi også i markeder der fondet i en periode må opptre med noe større varsomhet. Utvalget legger vekt på at banken skal benytte virkemidlene den har til rådighet på en helhetlig måte, jf. ovenfor. Utvalget legger til grunn at Norges Bank organiserer sin eierskapsutøvelse på en hensiktsmessig måte og tar hensyn til at den kan ha ulike faser.

Boks 9.2 viser eksempler på at eierskapsutøvelse kan virke, men også på at det ikke alltid fører fram. Eksemplene viser også at arbeidet kan strekke seg over nokså mange år før banken har avsluttet dialogen.

Selskaper som i hovedsak har gode systemer og rutiner, men der en liten del av virksomheten medvirker til grove normbrudd, bør i utgangspunktet være særlig egnet å ha dialog med. Det er også flere selskaper som er blitt utelukket, men senere tatt inn igjen fordi de har endret sin adferd. Viljen til å endre praksis kan for noen av dem indikere at eierskapsutøvelse kanskje kunne vært et egnet virkemiddel fra starten av, se omtale i kapittel 11 og omtale av Walmart i boks 9.3.

Å bruke innflytelse overfor selskaper gir ingen garanti for bestemte utfall innen bestemte tidsfrister. Utvalget mener likevel at bruk av ansvarlig forvaltning og oppfølging av selskaper over tid kan bidra til å redusere risiko for grove normbrudd i selskaper fondet er investert i.

Norges Bank bør rapportere om arbeidet på egnet måte, se nærmere omtale i kapittel 14. Norges Bank må samtidig ta hensyn til at tillit og virkning av eierskapsutøvelse kan bero på fortrolighet. Eierskapsutøvelse bør vurderes etter prosess og innsats, ikke utelukkende etter utfallet av hver enkelt sak.

---

[7] Finansdepartementet ba i 2013 det daværende strategirådet for SPU om å gi råd om fondets strategi for ansvarlig investeringspraksis. Rådet ble ledet av professor Elroy Dimson. Se Strategirådet (2013), Ansvarlig investeringspraksis og Statens pensjonsfond utland, hovedrapport 11. november 2013.

Utvalget mener banken bør fortsette med praksisen med risikobaserte nedsalg i den aktive forvaltningen.

10 Produktkriterier som grunnlag for endringer i referanseindeks og investeringsunivers

10.1 Innledning

Utvalget vurderer i dette kapittelet produktkriteriene i *Retningslinjer for observasjon og utelukkelse av selskaper fra Statens pensjonsfond utland (SPU)*. Etter § 3 i retningslinjene skal ikke fondet være investert i selskaper som produserer visse typer våpen, tobakk eller cannabis. I tillegg skal gruve- og kraftselskaper som baserer sin virksomhet på termisk kull, vurderes for observasjon og utelukkelse etter visse terskelverdier.

Utvalget er særlig bedt om å vurdere våpenkriteriet blant annet i lys av den sikkerhetspolitiske situasjonen i verden, se nærmere omtale i avsnitt 10.2. Kriteriene om kull, tobakk og cannabis er ikke eksplisitt nevnt i mandatet, men påvirker fondets risikospredning, jf. Stortingets vedtak om at fondet skal være et bredt diversifisert, globalt fond. Kullkriteriet er omtalt i avsnitt 10.3. Tobakk- og cannabisselskaper omtales til sist i avsnitt 10.4.

10.2 Våpenkriteriet

10.2.1 Innledning

Etter våpenkriteriet skal ikke fondet være investert i selskaper som selv eller gjennom enheter de kontrollerer, utvikler eller produserer bestemte våpentyper, se boks 10.1 nedenfor. Med unntak av kjernevåpen er alle våpnene som er listet opp i kriteriet, forbudt enten å bruke eller også å produsere, utvikle og besitte for samtlige parter i henhold til avtaler som Norge er part til.

Staters besittelse av kjernevåpen reguleres av ikkespredningsavtalen. Avtalen innebærer ikke et forbud mot kjernevåpen for samtlige parter til avtalen, men Norge har ved tiltredelse forpliktet seg til å ikke selv tilegne seg kjernevåpen.

I utvalgets mandat står det om utelukkelse av kjernevåpenprodusenter:

> *«Det er et dilemma at Norge har inngått store og langsiktige samarbeidsavtaler med selskaper om kjøp og vedlikehold av kampfly og fregatter, samtidig som de samme selskapene er utelukket fra fondet fordi de medvirker til produksjon av kjernefysiske våpen. Dette dilemmaet ble også drøftet av Graver-utvalget i 2003. Siden den gang har både selskapers deltakelse i våpenproduksjon og den sikkerhetspolitiske situasjonen endret seg. Kjernevåpen er grunnleggende for NATOs avskrekkingsstrategi, som Norge er del av. Kjernevåpens rolle som avskrekking er i mindre grad blitt drøftet i sammenheng med retningslinjene.»*

Videre heter det i utvalgets mandat:

> *«… Utvalget bes vurdere om den pågående styrkingen av Forsvaret og den sikkerhetspolitiske situasjonen for øvrig bringer inn nye etiske avveiinger i vurderingen av kriteriene. I den forbindelse er det et spørsmål om kjernevåpen som avskrekkende*

virkemiddel for å unngå krig, bør tas hensyn til. Utvalget bes også vurdere om det bør skilles mellom selskaper som er hjemmehørende i land som Norge har et sikkerhetspolitisk samarbeid med, og selskaper hjemmehørende i andre land.»

Nedenfor omtales bakgrunnen for innføringen av det produktbaserte våpenkriteriet og hvordan det er blitt praktisert. Kjernevåpen er gitt mest plass. I tillegg omtales også dødelige autonome våpen som Mestadutvalget foreslo å ta med i kriteriet. Utvalgets vurderinger og forslag følger til slutt.

Selskaper kan også utelukkes etter de adferdsbaserte kriteriene i § 4 bokstav c og d som følge av salg av våpen til visse stater. Disse kriteriene er nærmere omtalt i kapitlene 12 og 26.

Boks 10.1 Våpenkriteriet i retningslinjene

I retningslinjene[1] for observasjon og utelukkelse av selskaper fra SPU er kriteriene for produktbasert utelukkelse gitt i § 3:

«§ 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.»

[1] Alle henvisninger til retningslinjene er slik de var før de midlertidige retningslinjene trådte i kraft 7. november 2025.

10.2.2 Bakgrunn for våpenkriteriet

10.2.2.1 Graverutvalget (NOU 2003: 22 Forvaltning for fremtiden)

Graverutvalget foreslo at det skulle tas inn et kriterium for såkalt negativ filtrering av selskaper som produserer visse våpentyper:

- *«Negativ filtrering fra investeringsuniverset av selskaper som selv eller gjennom enheter de kontrollerer produserer våpen som ved normal anvendelse bryter med grunnleggende humanitære prinsipper*.»

Utvalget pekte på at negativ filtrering er et sterkt virkemiddel som «*bør ta utgangspunkt i produkter som norske myndigheter har tatt klart avstand fra, og som man arbeider aktivt for å begrense eller forby internasjonalt*».[1] Slik *negativ filtrering* av selskaper ble senere betegnet som produktbaserte utelukkelser.

[1] NOU 2003: 22 Forvaltning for fremtiden, kapittel 5.3.1.1.

Graverutvalget la til grunn at det i visse tilfeller kunne være i strid med Norges folkerettslige forpliktelser å være investert i selskaper som er involvert i produksjon av visse våpentyper. På det tidspunktet gjaldt det kjemiske våpen, biologiske våpen og antipersonellminer. Graverutvalget viste også til våpentyper som var omfattet av FN-konvensjonens forbud mot eller restriksjoner på bruk av visse konvensjonelle våpen som kan gjøre unødvendig skade eller som kan ramme vilkårlig.

Om klasevåpen og kjernevåpen skrev Graverutvalget:

> *«Det er imidlertid en rekke våpentyper som etter gjeldende folkerett ikke er entydig forbudt, men som det ut fra verdier og oppfatninger som er dypt forankret i det norske samfunn, vil være uetisk å fremstille og bruke. Dette gjelder kjernevåpen og klasebomber. Det må legges til grunn at det er helt spesielle historiske årsaker til at atommaktene har kjernevåpen uten at dette er i åpenbar strid med gjeldende folkerett. Norge har ikke kjernevåpen, ønsker ikke å ha kjernevåpen og går inn for ikke-spredning og nedrustning av slike våpen. Det vil være i samsvar med langvarig og konsistent norsk politikk på dette området å unngå investeringer i selskaper som produserer kjernevåpen. Norge har hatt en klar kjernevåpenpolitikk helt siden slutten av annen verdenskrig. Den såkalte basepolitikken har hatt forbud mot kjernevåpen på norsk territorium i fredstid som en grunnpilar. Gjennom tilslutning til ikke-spredningsavtalen og andre tilgrensende avtaler har Norge gått inn for atomnedrustning og ikke-spredning i de siste fem tiår. Utvalget foreslår derfor at Petroleumsfondet ikke bør være investert i selskaper som produserer de sentrale komponentene til kjernevåpen. …»*

Klasevåpen ble senere forbudt i henhold til klasevåpenkonvensjonen som Norge ble part til ved ikrafttredelsen.

Graverutvalget foreslo at utelukkelseskriteriet burde omfatte utvikling og produksjon av kjernevåpen og deres sentrale komponenter. Produksjon av produkter ment for også andre formål enn kjernevåpen alene, såkalt *dual use,* skulle ikke være grunnlag for utelukkelse av selskaper. Dette prinsippet har siden ligget til grunn for praktiseringen av kriteriet.

Graverutvalget viste til at Norge verken har eller ønsker å ha kjernevåpen, og at Norge går inn for nedrustning og ikke-spredning av slike våpen. Utvalget omtalte ikke kjernevåpens avskrekkende funksjon eller at Norge er del av en militærallianse som har kjernefysisk avskrekking som del av sitt forsvar. Utvalget la videre til grunn at et utelukkelseskriterium for kjernevåpen ikke ville omfatte et stort antall selskaper: *«Så vidt utvalget kjenner til, foregår det i dag ikke produksjon av kjernevåpen verken i statlige forsvarsvirksomheter eller i private selskaper. Sentrale komponenter til slike våpen fremstilles visstnok heller ikke lenger i statlig eller privat forsvarsindustri.»*[2]

Graverutvalget begrunnet hvorfor virkemiddelet for disse særskilte våpnene burde være et produktkriterium («*negativ filtrering*») og ikke et kriterium som gjaldt salg av våpnene i bestemte situasjoner («*uttrekk*»):

---

[2] NOU 2003: 22, kapittel 4.3, s. 144.

«Når filtrering er valgt fremfor uttrekk, er dette også en måte å peke på produksjon som det under enhver omstendighet vil være galt å medvirke til. Utvalget er klar over at en trolig vil finne svært få selskaper når en filtrerer porteføljen etter disse kriteriene.»[3]

Til spørsmålet om det innebærer en inkonsistens å utelukke selskaper fra fondet som det norske Forsvaret samtidig er kunde av, skrev Graverutvalget blant annet:

«… Etter vårt syn vil det ikke nødvendigvis være inkonsistent. Det avgjørende er hvilken etisk begrunnelse man har for et standpunkt om at det ikke er uetisk å ha et forsvar med en tilhørende rustningsindustri. Hvis man finner den etiske begrunnelse for oppbyggingen av et forsvar, innkjøp av våpen og også oppbygging av en nasjonal våpenindustri ut fra hensynet til selvforsvar, kan det hevdes at man har rett til å foreta de nødvendige tiltak for å forsvare seg mot urettmessige angrep, selv om de tiltak man treffer, isolert sett ikke er etisk høyverdige. Det å ha eierandeler i våpenindustri utover det som er begrunnet i landets forsvarspolitikk, faller imidlertid utenfor det som kan forsvares etisk ut fra hensynet til landets sikkerhet. Det er derfor ikke nødvendigvis inkonsistent å hevde at det er etisk forsvarlig å ha en norsk forsvarsindustri som også deltar i et internasjonalt våpenmarked, samtidig som det kan være uetisk å ha eierandeler i utenlandsk våpenindustri. Det første gjør man i forsvarsøyemed, det andre for å tjene penger. Hvorvidt det er konsistens eller inkonsistens, er avhengig av den etiske teori som man bygger sine standpunkter på.»[4]

Finansdepartementets forslag til etiske retningslinjer for fondet i Revidert nasjonalbudsjett 2004 (St. meld nr. 2 (2003-2004)) var i all hovedsak i tråd med Graverutvalgets forslag. Til forslaget om å utelukke kjernevåpenprodusenter la departementet blant annet vekt på at det er *«bred enighet i Norge om at det er uetisk å bruke og å framstille slike våpen»*:

«I samsvar med Graver-utvalgets utredning legger departementet opp til å filtrere fondet for selskaper som selv eller gjennom enheter de kontrollerer produserer våpen som ved normal anvendelse bryter med grunnleggende humanitære prinsipper. I tillegg til våpentyper som det allerede er forbudt å bruke etter folkeretten, omfatter dette klasebomber og kjernevåpen. Det er bred enighet i Norge om at det er uetisk å bruke og å framstille slike våpen. Departementet legger i samsvar med utvalgets tilråding ikke opp til å utelukke produsenter av komponenter til våpen som også kan fylle andre, legitime formål. Ifølge utvalget vil det trolig være svært få selskaper som blir utelukket etter de foreslåtte kriteriene fordi slike våpen i svært liten grad produseres i børsnoterte selskaper.»[5]

Stortinget sluttet seg til forslaget.[6]

Det produktbaserte våpenkriteriet har siden innføringen i 2004 omfattet «*selskaper som selv eller gjennom enheter de kontrollerer produserer våpen som ved normal anvendelse bryter med grunnleggende humanitære prinsipper».* Kriteriet har videre listet opp våpentypene som

[3] NOU 2003: 22, kapittel 5.3.1.2.

[4] NOU 2003: 22, kapittel 4.1.

[5] Revidert nasjonalbudsjett 2004 (St.meld. nr. 2 (2003–2004)), kapittel 4.2.3.2.

[6] Se finanskomiteens innstilling til revidert nasjonalbudsjett 2004, Budsjett-innst. S. II (2003–2004), s. 34.

er omtalt *som eksempler* på våpen som omfattes av kriteriet, jf. boks 10.1. Det betyr at kriteriet også skal kunne omfatte nye våpentyper som senere kan komme til.

Formuleringen skulle begrense kriteriet til våpen som etter sin karakter vanskelig kan brukes i tråd med humanitærrettens prinsipper. Det gjelder kravet om å skille mellom sivile og militære mål og kravet om forholdsmessighet mellom et angreps konsekvenser og den militære nytten. Andre våpentyper kan også brukes i strid med humanitærrettens regler. Salg av slike våpen kan bare føre til utelukkelse dersom salget rammes av de adferdsbaserte kriteriene, jf. omtale i kapitlene 12 og 26 om krig og konflikt.

10.2.2.2 Mestadutvalget (NOU 2020: 7 Verdier og ansvar)

Kjernevåpen

Mestadutvalget drøftet kjernevåpenkriteriet og la vekt på de humanitære konsekvensene ved en eventuell *bruk* av kjernevåpen:

> *«Kjernevåpen har vært omfattet av de etiske retningslinjene helt siden de ble innført i 2004. Slike våpen skiller seg både politisk, strategisk og rent teknisk vesentlig fra de øvrige våpentyper som er omfattet av kriteriene for utelukkelse. Kjernevåpen har for eksempel et langt større ødeleggelsespotensial enn de øvrige våpentypene som er omfattet av retningslinjene. Men på samme måte som antipersonellminer og klasevåpen (samt biologiske og kjemiske våpen), faller kjernevåpen klart innenfor vilkåret i retningslinjene om at normal anvendelse av våpenet vil stride med grunnleggende humanitære prinsipper.»*[7]

Mestadutvalget foreslo ikke endringer i kjernevåpenkriteriets ordlyd, men at virkeområdet burde utvides til også å omfatte såkalte leveringsplattformer som har som sin primære funksjon å føre kjernevåpenmissiler. Dette dreier seg i praksis om strategiske undervannsbåter. Utvalget skrev blant annet:

> *«Utvalget bemerker at begrepet 'leveringsplattform' ikke er brukt i forarbeidene, men er innført av Etikkrådet for å avgrense kriteriet mot enkelte typer produkter. Utvalget har forståelse for at kriterieavgrensninger for kjernevåpenkriteriet medfører krevende grensedragninger. Likevel mener utvalget at visse undervannsbåter vanskelig kan sees på som annet enn en nødvendig og integrert del av et kjernevåpensystem, dersom de ikke er bygget for noe annet formål enn å være plattform for utskyting av kjernevåpenmissiler. En slik undervannsbåt vil etter utvalgets syn falle inn under en rimelig forståelse av hva som er å anse som sentrale komponenter til kjernevåpen.»*[8]

Finansdepartementet sluttet seg til utvalgets anbefaling i sitt forslag til Stortinget i Meld. St 24 (2020-2021). Departementet understreket samtidig at utvidelsen bare skulle gjelde for

[7] NOU 2020: 7 Verdier og ansvar, kapittel 12.5.1.

[8] NOU 2020: 7, kapittel 12.5.6.

undervannsbåter som primært var laget for å føre kjernevåpen, og at hvert tilfelle måtte vurderes for seg:

> *«Utvalget foreslår ikke å endre ordlyden i kriteriet når det gjelder kjernevåpen, men hvordan kriteriet praktiseres. Departementet er enig i utvalgets syn om at visse typer leveringsplattformer som utelukkende kan benyttes for kjernevåpen, fremover bør kunne omfattes av kriteriet. Selskaper som Etikkrådet undersøker nærmere etter dette kriteriet, må vurderes individuelt. Departementet merker seg samtidig Forsvarsdepartementets høringsinnspill hvor det pekes på at en utvidelse av kjernevåpenkriteriet kan ha utilsiktede virkninger, og at de færreste plattformer, om noen, vil ha som eneste formål å utelukkende levere atomvåpen. Departementet understreker at ubåter og andre former for plattformer som er bygget for flere formål, der kjernevåpen er ett av dem, ikke skal omfattes av kriteriet.»*

Stortinget sluttet opp om dette.[9]

Dødelige autonome våpen

Mestadutvalget foreslo også at *dødelige autonome våpen* ble lagt til listen av våpen som burde omfattes av det produktbaserte våpenkriteriet.[10]

Utvalget vurderte det som prinsipielt problematisk at beslutninger om maktbruk ikke er underlagt direkte menneskelig kontroll. Selv om det i framtiden skulle komme en så avansert teknologi at den vil kunne tilfredsstille humanitærrettens krav om distinksjon, altså skille mellom militære mål og sivile som skal beskyttes mot direkte angrep, vil slik autonomi etter utvalgets mening «*være etisk problematisk fordi ansvarsforholdene som det humanitærrettslige regelverk forutsetter, blir uklare og desintegrerer*».

Finansdepartementet fulgte ikke opp utvalgets forslag.[11] Departementet viste til at autonome våpen var krevende å avgrense og definere. Departementet la til grunn at før et slikt kriterium vil kunne tas i bruk, må det foreligge en omforent forståelse av hva autonome våpen er. Det må også være klart at deres intenderte bruk vil stride mot grunnleggende humanitære prinsipper for krigføring innenfor det aktuelle militære domenet.

Finansdepartementet viste videre til at norske myndigheter deltok i et arbeid om etisk og ansvarlig bruk av kunstig intelligens, stordatabehandling og autonomi. Tilsvarende var det et pågående arbeid under konvensjonen om forbud mot eller restriksjoner på bruk av visse konvensjonelle våpen som kan forårsake unødig skade eller som kan ramme vilkårlig (CCW). Departementet mente det var hensiktsmessig å avvente dette arbeidet før det ble konkludert om utelukkelse av selskaper som produserer autonome våpen.

---

[9] Innst. 556 S (2020–2021), s. 11.

[10] NOU 2020: 7, kapittel 12.6.

[11] Meld. St. 24 (2020–2021) Statens pensjonsfond 2021, s. 107–108.

Finanskomiteen anerkjente dette, men uttalte samtidig at «*det forventes at et produktkriterium for dødelige autonome våpen blir innført når en tilstrekkelig presis definisjon foreligger*».[12] Komiteen ba om å bli holdt orientert om utviklingen på dette området.

10.2.3 Folkerettslige rammer

De fleste av våpnene som omfattes av kriteriet, er dekket av avtaler som Norge er part til. Avtalene forbyr bruk, og i flere tilfeller også produksjon, utvikling og besittelse for samtlige som er part til avtalene.

Enkelte av disse avtalene har også forbud mot medvirkning til aktivitet som avtalene forbyr. Det gjelder konvensjonene om landminer, klasevåpen og kjemiske våpen. Utvalget har vurdert om disse forpliktelsene oppstiller et forbud mot investeringer av betydning for SPU. Utvalgets vurdering framgår av kapittel 7. Nedenfor peker vi på hovedpunktene i vurderingen. Graverutvalget la til grunn at «*investeringer gjennom Petroleumsfondet i visse virksomheter kan rammes av medvirkningsforbudene*».[13] Konklusjonen er forbeholden. Petroleumsfondets folkerettsråd vurderte Norges forpliktelser etter antipersonellminekonvensjonen. Folkerettsrådet konkluderte tilsvarende med at investeringer kunne bryte med konvensjonen. Noe absolutt investeringsforbud fant verken Graverutvalget eller Folkerettsrådet. Professor Christian Tams peker på at konvensjonene etterlater et visst tolkningsrom og konkluderer for sin del med at minoritetsinvesteringer som SPU har, ikke omfattes av konvensjonenes medvirkningsforbud, se vedlegg 1.

Utvalget legger til grunn at det ikke er holdepunkter for å generelt konkludere med at enhver investering er medvirkning i konvensjonenes forstand. Hensynet til Norges forpliktelser etter disse konvensjonene begrunner derfor ikke alene at selskaper som produserer disse våpnene, skal utelukkes fra fondet.

Folkeretten har ikke et *generelt* forbud mot kjernevåpen. Dette kommer blant annet til uttrykk i en rådgivende uttalelse fra Den internasjonale domstolen i Haag 8. juli 1996 om lovligheten av kjernevåpen.[14] Domstolens konklusjonspunkt B lyder slik:

> *«There is in neither customary nor conventional international law any comprehensive and universal prohibition of the threat or use of nuclear weapons as such.»*[15]

Norge har i likhet med en rekke stater inngått enkelte folkerettslige avtaler om kjernefysisk nedrustning. Den viktigste er *ikkespredningsavtalen*.

Nærmere om ikkespredningsavtalen

[12] Innst. 445 S (2020–2021), s. 27.

[13] NOU 2003: 22, s. 94.

[14] Legality of the Threat or Use of Nuclear Weapons, Advisory Opinion, I.C.J. Reports 1996, s. 226.

[15] Legality of the Threat or Use of Nuclear Weapons, I.C.J. Reports 1996, s. 266.

Norge er part til traktaten om ikkespredning av kjernefysiske våpen.[16] Ikkespredningsavtalen nyter nær universell oppslutning (190 statsparter). Formålet med avtalen er å unngå videre spredning av kjernevåpen til andre stater enn de som etter traktaten anerkjennes rett til å ha kjernevåpen. Dette formålet har også vært viktig i norsk og internasjonal nedrustningspolitikk.[17]

Ikkespredningsavtalen inneholder ikke et forbud mot bruk eller produksjon av kjernevåpen som gjelder samtlige statsparter. Avtalen anerkjenner derimot at enkelte stater, de som hadde kjernevåpen før inngåelsen av avtalen, har kjernevåpen, jf. avtalens artikkel 1. Disse kjernevåpenstatene forplikter seg til ikke å overføre eller på annen måte bidra til at ikke-kjernevåpenstater tilegner seg kjernefysiske våpen. Etter avtalens artikkel 2 har andre statsparter enn kjernevåpenstatene forpliktet seg til ikke å motta, produsere eller på annen måte tilegne seg kjernevåpen.

Etter avtalens artikkel 6 har samtlige statsparter forpliktet seg til oppriktige forhandlinger om kjernefysisk nedrustning. Den internasjonale domstolen i Haag uttalte seg i 1996 om det nærmere innholdet i artikkel 6 i sin rådgivende uttalelse om lovligheten av kjernevåpen. Domstolen konkluderte med at bestemmelsen forplikter statspartene å forhandle i god tro og søke å oppnå et forhandlingsresultat som leder til nedrustning i alle former.[18] Det er ikke holdepunkter for at denne forpliktelsen har betydning for statenes øvrige opptreden.

Forpliktelsene for stater som ikke er kjernevåpenstater, slike som Norge, er etter ordlyden i artikkel 2 begrenset til et *forbud mot egen tilegning* av kjernevåpen. Forpliktelsen til ikke å bidra til at *andre* stater tilegner seg kjernevåpen, gjelder for de såkalte kjernevåpenstatene, jf. artikkel 1. Investeringer eller andre finansielle bidrag er ikke omtalt i avtalen. Ikkespredningsavtalen er basert på en forutsetning om at spredning av kjernefysiske våpen skjer gjennom deling av kjernefysiske våpen eller teknologi. Formålet med avtalen er likevel å forhindre spredning av kjernefysiske våpen, uavhengig av hvordan spredning skjer. Det er derfor grunn til å skille mellom produksjon og vedlikehold av kjernevåpen til de såkalte kjernevåpenstatene, og andre. Folkeretten er ikke til hinder for investering eller andre finansielle bidrag til produksjon av kjernevåpen i kjernevåpenstatene. Investering i produksjon av kjernevåpen i andre land enn de anerkjente kjernevåpenstatene, er ikke omtalt eksplisitt i avtalen. Slike investeringer kan likevel være i strid med det politiske målet til ikkespredningsavtalen, som er å unngå ytterligere spredning av kjernefysiske våpen.

Utover de fem kjernevåpenstatene som etter ikkespredningsavtalen har rett til å besitte egne kjernevåpen, er det i tillegg tre stater som man vet har kjernevåpen: India, Pakistan og Nord-

[16] Traktat om ikke-spredning av kjernefysiske våpen av 1. juli 1968 (Treaty on the Non-Proliferation of Nuclear Weapons).

[17] Senest beskrevet i utenriksministerens brev til Stortingets utenriks- og forsvarskomité 30. april 2025 i anledning representantforslag (Dok. 8-forslag). Tilgjengelig på stortinget.no.

[18] Legality of the Threat or Use of Nuclear Weapons, I.C.J. Reports 1996, s. 267. Domstolen konkluderte enstemmig med følgende: «There exists an obligation to pursue in good faith and bring to a conclusion negotiations leading to nuclear disarmament in all its aspects under strict and effective international control.»

Korea. I tillegg er det antatt at Israel har kjernevåpen. Ingen av disse statene er altså part til ikkespredningsavtalen.

Nærmere om traktaten om totalforbud mot kjernefysiske prøvesprengninger

Traktaten om totalforbud mot kjernefysiske prøvesprengninger ble vedtatt i 1996. Norge og 177 andre land har undertegnet og ratifisert traktaten. Traktaten trer først i kraft etter at 44 navngitte land har ratifisert traktaten. Dette er land som deltok i forhandlingene om traktaten og som ifølge listen til Det internasjonale atomenergibyrået (IAEA) har kjernefysiske anlegg. Ni av de 44 landene, herunder USA, Kina og Russland, har ikke ratifisert. Traktaten har derfor ikke trådt i kraft.

Traktatens artikkel 1 nr. 2 forplikter statspartene til å avstå fra å forårsake, oppfordre til eller på annen måte delta i kjernefysiske prøvesprengninger. Forpliktelsen er vidt formulert, men rettet mot kjernefysiske prøvesprengninger. Det er derfor ikke holdepunkter for at bestemmelsen vil ramme investeringer i selskaper som produserer kjernevåpen. Skulle traktaten senere tre i kraft, vil den ikke medføre begrensninger for fondets investeringer i produksjonsselskaper.

Nærmere om forbudstraktaten

Forbudstraktaten mot kjernevåpen, *Treaty on the Prohibition of Nuclear Weapons*, trådte i kraft i januar 2021. 75 stater er part til avtalen. Norge er ikke part til avtalen og deltok ikke i forhandlingene om den. Heller ingen av Norges allierte i NATO er part til avtalen. Til nå består statspartene i hovedsak av afrikanske og latinamerikanske stater.

Forbudstraktaten inneholder et omfattende forbud mot kjernevåpen. Det er forbud mot egen stats besittelse og bruk, og det er forbudt å medvirke til at andre stater opptrer i strid med avtalen.[19]

Regjeringen har ved flere anledninger avvist norsk tilslutning til avtalen. Stortinget ba i 2018 regjeringen om en offentlig utredning av norsk tilslutning.[20] Regjeringen pekte i sin utredning på flere svakheter ved avtalen.[21] Avtalen stiller ikke krav om å følge dagens globale standarder for sikkerhetskontroll av nukleært materiale, den er forhandlet fram uten deltagelse av kjernevåpenstatene og avtalen er ikke forenelig med NATOs kjernefysiske avskrekking. Regjeringen viste også til at avtalen ikke er i tråd med Stortingets tidligere vedtak om et rettslig bindende instrument for avskaffelse av kjernevåpen. Et bredt flertall i utenriks- og forsvarskomiteen sluttet seg til regjeringens vurderinger, med unntak av

[19] Se særlig traktatens artikkel 1 bokstav e og f.

[20] Dok. 8:23 S (2017–2018), Innst. 91 S (2017–2018), vedtak 448.

[21] Regjeringens vurderinger fremgår av brev fra utenriksministeren 30. april 2025.

representanten fra SV.[22] Regjeringen har siden gjentatt hovedtrekkene i utredningen til Stortinget, senest i april 2025.[23]

10.2.4 SPUs investeringer i forsvarsindustrien

Det er hovedsakelig i vestlige land at selskaper som produserer våpen, eller som på annen måte anses som del av forsvarsindustrien, er notert på børs og dermed potensielt sett i fondets investeringsunivers. Statene er inne på eiersiden eller har nær binding til flere av disse selskapene.[24]

Fondet var ved utgangen av 2025 investert i 64 selskaper som er klassifisert som *Aerospace / Defense* i fondets referanseindeks. Av disse var 55 selskaper hjemmehørende i vestlige land. De øvrige var fra blant annet India og Kina. Siden indeksen også omfatter «*aerospace*», har noen av selskapene i denne indeksen bare sivil produksjon.

Særlig om produksjon av kjernevåpen

Kjernevåpen inngår i våpensystemer som inneholder et stort antall komponenter. Produksjon av kjernevåpen er langt mer kompleks og ressurskrevende enn annen våpenproduksjon. Antall kjernevåpen som kjernevåpenstatene besitter, er begrenset og blir dessuten ikke brukt. De kan være holdt operative over flere tiår gjennom programmer for oppgradering og vedlikehold. For eksempel ble en stor del av USAs nåværende kjernevåpen første gang framstilt på 1960-tallet. Disse er siden holdt operative gjennom omfattende programmer for vedlikehold, oppgraderinger og testing.

Det amerikanske kjernevåpenprogrammet har hele tiden hatt et betydelig innslag av private selskaper. Det ble allerede fra Manhattanprosjektet på 1940-tallet etablert en struktur med anlegg som var eiet av staten, men drevet av private selskaper som hadde forvaltningsavtaler med staten. Denne strukturen har siden ligget fast. Samtidig har rollen til private selskaper blitt viktigere over tid, også siden de etiske retningslinjene for SPU ble innført i 2004. Det har skjedd ved at forsyningskjedene i moderniseringsprogrammet for de amerikanske kjernevåpnene i større grad er blitt satt ut til private.[25]

Det er det amerikanske energidepartementet som har hovedansvaret for å forvalte USAs kjernevåpen. Departementet besluttet i 2003 å konkurranseutsette forvaltningsavtalen ved Los Alamos National Laboratory (LANL).[26] Kontrakten ble tildelt Los Alamos National Security

[22] Innst. 168 S (2018–2019).

[23] Brev fra utenriksministeren til Stortingets utenriks- og forsvarskomité 30. april 2025.

[24] For en gjennomgang, se Becht, mfl. (2026).

[25] Congressional Research Service (2025), «The U.S. Nuclear Security Enterprise: Background and Possible Issues for Congress», R48194, februar 2025. Tilgjengelig på congress.gov.

[26] U.S. Government Accountability Office (2008), «Los Alamos National Laboratory: Information on Security of Classified Data, Nuclear Material Controls, Nuclear and Worker Safety, and Project Management Weaknesses», GAO-08-173R, januar 2008, s. 1–2. Tilgjengelig på gao.gov.

LLC (LANS), et konsortium bestående av Bechtel National, BWX Technologies, Washington Group International og University of California.[27] Tilsvarende omlegginger fant sted ved andre statlige anlegg. I dag drives alle anleggene av private konsortier under energidepartementets kontroll.

Samtidig som forvaltningen ble konkurranseutsatt, økte også andelen privat produksjon av ikke-nukleære komponenter til kjernefysiske våpen. Ved Kansas City Plant, anlegget til National Nuclear Security Administration (NNSA) for produksjon av slike komponenter , økte andelen privat produksjon fra 54 prosent i mai 2006 til 70 prosent i 2011.[28] Sentrale komponenter til kjernevåpen, leveringssystemer og -plattformer produseres gjerne av private selskaper ved selskapenes egne produksjonssteder, både i USA og andre land.

Et annet eksempel på økt privat deltakelse i kjernevåpenindustri er gjenoppbyggingen av industriell kapasitet for produksjon av plutoniumkjerner. Plutoniumkjerner er en forutsetning for funksjonelle kjernefysiske stridshoder. I november 2020 besluttet NNSA å bygge det tidligere Mixed-Oxide Fuel Fabrication Facility ved Savannah River Site til å produsere slike.[29] Anlegget drives av Savannah River Nuclear Solutions LLC (SRNS). SRNS er et konsortium av selskaper. Fluor Federal Services, Inc., som er et datterselskap av selskapet Fluor Corp., deltar i tre ulike deler av konsortiet. Fluor Corp er på dette grunnlaget utelukket fra SPU.

I Storbritannia har utviklingen delvis gått i motsatt retning. Deler av virksomheten ved det statlige AWE, *Atomic Weapons Establishment*, ble satt ut til børsnoterte selskaper i 1993, men re-nasjonalisert i 2021.

Frankrike har nylig gjort det kjent at de vil både utvide og modernisere sin kjernevåpenbeholdning. USA og Storbritannia har nå omfattende programmer for fornyelse av sine kjernevåpen.

10.2.5 Praktiseringen av våpenkriteriet

Våpenkriteriet omfatter som nevnt selskaper som enten selv eller gjennom enheter de kontrollerer, utvikler eller produserer visse våpen eller deres sentrale komponenter. I 2021 ble virkeområdet utvidet til også å omfatte leveringsplattformer utelukkende til bruk for kjernevåpen, se omtale ovenfor.

---

[27] U.S. Government Accountability Office (2008), «Los Alamos National Laboratory: Long-Term Strategies Needed to Improve Security and Management Oversight», GAO-08-694.

[28] U.S. Government Accountability Office (2009), «Nuclear Weapons: National Nuclear Security Administration Needs to Better Manage Risks Associated with Modernization of Its Kansas City Plant», GAO-10-115, oktober 2009, s. 1 og figur 1.

[29] U.S. Department of Energy / National Nuclear Security Administration (2020), «Record of Decision: Plutonium Pit Production at the Savannah River Site», DOE/EIS-0541, 5. november 2020.

Mens Etikkrådet og Norges Bank i anvendelsen av adferdskriteriene *kan* velge observasjon eller utelukkelse, er det produktbaserte våpenkriteriet et *skal-kriterium*; Norges Bank *skal* utelukke selskaper når vilkårene er oppfylt.

Kriteriet har ingen nedre terskel for hvor stor del av et selskaps virksomhet som skal lede til utelukkelse. Store selskaper kan bli utelukket fra SPU selv om den aktuelle produksjonen utgjør en liten del av selskapets samlede virksomhet.

Kriteriet åpner ikke for å ta hensyn til utenforliggende forhold, for eksempel at Norge kjøper militært materiell fra et selskap som vurderes for utelukkelse. Kriteriet skiller ikke mellom selskaper fra allierte eller ikke-allierte stater. Det skilles heller ikke mellom virksomhet som skjer innenfor eller utenfor rammene av ikkespredningsavtalen.

Etikkrådet og Norges Bank har derfor hatt lite rom for skjønn i kjernevåpensakene. Etikkrådet og banken har bare hatt som oppgave å ta stilling til om selskaper i SPU har virksomhet som rammes av kriteriet. Avgrensningen av hva som er å forstå som kjernevåpens *sentrale komponenter*, har likevel gjort noen slike vurderinger mer krevende.

Alle anbefalinger fra Etikkrådet om å utelukke selskaper etter våpenkriteriet er blitt tatt til følge, først av Finansdepartementet i perioden 2004 – 2014, deretter av Norges Bank.

Per i dag er 16 selskaper utelukket etter våpenkriteriet. Av disse er 14 selskaper utelukket for produksjon av kjernevåpen eller sentrale komponenter til kjernevåpen. To selskaper er utelukket for produksjon av klasevåpen. Disse er hjemmehørende i USA og Sør-Korea.

Av de 14 selskapene som er utelukket etter kjernevåpenkriteriet, er fem utelukket fordi de medvirker til produksjon av våpenets stridshode, syv er utelukket for produksjon av andre sentrale komponenter til kjernevåpen og to er utelukket for produksjon av ubåter etter utvidelsen av kriteriet i 2021.

Selskaper som bidrar til framstilling, vedlikehold og oppgradering av stridshoder, er ikke ordinære våpenprodusenter, men selskaper med sin hovedvirksomhet innen energisystemer, kjemikalier, infrastruktur, prosessteknikk mv.

Av de 14 selskapene er videre ti hjemmehørende i USA, to i Frankrike, ett i Storbritannia og ett i India. Av disse er det bare de tre førstnevnte som er kjernevåpenstater i henhold til ikkespredningsavtalen. I de øvrige kjernevåpenstatene produseres kjernevåpen hovedsakelig av statlige virksomheter som det ikke er mulig for SPU å investere i. Kriteriet har derfor, med unntak av ett indisk selskap, ledet til utelukkelse av selskaper hjemmehørende i land som er Norges allierte.

Våpenkriteriet innebærer at om lag 40 prosent av den samlede våpenindustrien er utelukket fra fondets investeringsunivers og referanseindeks målt i markedsverdi. Utelukkelsene etter kriteriet innebærer at SPU ikke er investert i de største vestlige selskapene innen forsvarsindustrien. I tillegg er det som nevnt også utelukket selskaper etter våpenkriteriet som er i andre sektorer enn våpenindustrien. Markedsverdien i fondets referanseindeks til selskapene som er utelukket etter våpenkriteriet, utgjorde om lag 167 milliarder Kroner ved utgangen av 2025, eller om lag en tredel av markedsverdien til alle utelukkede selskaper fra fondet, se også kapittel 18.

10.2.6 Utvalgets vurderinger

10.2.6.1 Våpen som er forbudt for samtlige parter i henhold til avtaler Norge er part til

De fleste våpnene som omfattes av våpenkriteriet, er forbudte, enten å bruke eller også å besitte, produsere og utvikle, for samtlige parter i henhold til avtaler Norge er part til. Med det menes at stater forplikter seg til ikke å produsere, besitte eller bruke bestemte våpentyper, uavhengig av hva andre stater gjør. Ved å tiltre slike avtaler har Norge markert en klar motstand mot de våpentypene avtalene omhandler.

Som vist til ovenfor, er ikke minoritetsposter av en slik karakter eller et slikt omfang at de utgjør medvirkning i konvensjonenes forstand, se også nærmere omtale i kapittel 7. En videreføring av kriteriet på dette punktet må derfor bygge på en etisk vurdering.

Det er en ny sikkerhetspolitisk situasjon i våre nærområder. Estland, Latvia, Litauen, Finland og Polen har nylig trukket seg fra konvensjonen om antipersonell landminer. Alle disse er Norges allierte. Ukraina har suspendert sine forpliktelser etter samme konvensjon. Litauen har også trukket seg fra konvensjonen om klaseammunisjon. Dette kan føre til at flere selskaper produserer slike våpen. Samtidig har den norske regjeringen fastholdt tilslutningen til disse våpenkonvensjonene og aktivt oppfordret land til å forbli part til konvensjonene.[30]

Landene som har trukket seg fra landminekonvensjonen, grenser alle mot Russland. De har gjort det fordi deres sikkerhet er truet.

10.2.6.2 Dødelige autonome våpen

Mestadutvalget anbefalte å utelukke også produksjon av dødelige autonome våpen. Samtidig konstaterte både Mestadutvalget og Finansdepartementet at det i 2020 trolig ikke eksisterte våpensystemer som kunne kategoriseres som fullt autonome våpen.

Siden 2020 har teknologien utviklet seg raskt, særlig innen kunstig intelligens, noe som har bidratt til økt grad av autonomi i våpensystemer og dessuten i systemer for overvåking, målidentifikasjon og beslutningsstøtte. I nyere konflikter, som i Ukraina, Gaza og Iran, er det rapportert omfattende bruk av våpen og plattformer med varierende nivåer av autonomi.

Det har i flere år pågått innledende arbeid i FN-regi for en mulig konvensjon om dødelige autonome våpen. Prosessen er krevende på grunn av manglende enighet mellom medlemsstatene. Det er derfor lite som tyder på at en slik konvensjon vil komme på plass i nær fremtid. Samtidig utvikles det parallelle initiativer utenfor FN-systemet etter modell fra arbeidet som ledet til konvensjonene om landminer og klasevåpen.

Et sentralt problem for enhver regulering på området er mangel på presise og omforente tekniske definisjoner av hva som skal regnes som autonome våpen og hva som skal anses

[30] Regjeringen uttalte etter Litauens beslutning om å trekke seg fra konvensjonen om klaseammunisjon at den har «forsøkt å få Litauen til å forbli tilsluttet klasevåpenkonvensjonen. Dette var også blant temaene i statsministerens samtale med Litauens president i dag.» Jf. pressemelding fra regjeringen.no.

som deres sentrale komponenter. Det virker lite realistisk å skulle utarbeide slike definisjoner for investeringsbegrensninger i SPU uavhengig av internasjonale prosesser.

Dersom en konvensjon som generelt forbyr dødelige autonome våpen for samtlige parter blir vedtatt, vil det foreligge en slik definisjon. Dersom Norge slutter seg til avtalen, vil også denne våpentypen etter utvalgets forslag kunne omfattes av våpenkriteriet.

10.2.6.3 Kjernevåpen

10.2.6.3.1 Bakgrunn

Fraværet av et forbud som gjelder for alle avtaleparter i henhold til en avtale Norge er part til, skiller kjernevåpen fra de andre våpnene som er omfattet av våpenkriteriet. For utvalget er dette skillet utgangspunktet for den etiske vurderingen av investeringer i selskaper som produserer kjernevåpen eller sentrale komponenter til kjernevåpen. Skillet begrunner også hvorfor vurderingen kan slå annerledes ut for kjernevåpen enn for de andre våpentypene.

Utvalgets mandat peker blant annet på at Norge er tilsluttet en militærallianse der kjernevåpen er grunnleggende for avskrekking. Utvalget er bedt om å vurdere om den sikkerhetspolitiske situasjonen og styrkingen av det norske Forsvaret bringer inn nye etiske avveiinger. Det vises i denne sammenhengen blant annet til at Norge kjøper militært materiell for å styrke eget forsvar fra selskaper som samtidig er utelukket fra fondet. Utvalget bes videre vurdere om det bør skilles mellom selskaper som er hjemmehørende i land som Norge har et sikkerhetspolitisk samarbeid med, og selskaper hjemmehørende i andre land.

Nedenfor drøftes ulike sider ved problemstillingene som mandatet tar opp. Utvalgets anbefaling følger deretter.

10.2.6.3.2 Om normal anvendelse

Graverutvalgets utgangspunkt for innføringen av kjernevåpenkriteriet var de humanitære følgene ved bruk av slike våpen. Tanken var at enhver våpentype *kan* brukes i strid med humanitærrettens regler for stridigheter, men for noen våpentyper vil nærmest enhver bruk kunne sies å bryte med blant annet humanitærrettens prinsipper for distinksjon og proporsjonalitet. Det er vanskelig å se for seg bruk av kjernevåpen i krig som ikke bryter med disse prinsippene og dermed påfører store lidelser for sivile.

Samtidig har ikke kjernevåpen vært brukt i krig siden 1945 og har i perioden etter dette vært et middel for avskrekking. Selv om Norge ikke har egne kjernevåpen og arbeider for gjensidig kjernefysisk nedrustning, har Norge i flere tiår vært medlem av en forsvarsallianse som har kjernefysisk avskrekking som del av sin strategi. Å reise spørsmålet om avskrekking kan også framover anses å være den *normale anvendelsen* av kjernevåpen, er på denne bakgrunn rimelig.

10.2.6.3.3 Om kriteriets virkeområde

En annen problemstilling er om kriteriet har et passende virkeområde eller om det favner smalere eller videre enn hensiktsmessig. I dag omfatter kriteriet både produsenter av stridshodet og andre sentrale komponenter til kjernevåpen, herunder også produsenter av strategiske undervannsbåter og andre former for leveringsplattformer utelukkende til bruk for kjernevåpen. Sistnevnte er som nevnt en utvidelse som ble gjort av Finansdepartementet i 2021 etter anbefaling av Mestadutvalget.[31] To selskaper er blitt utelukket som følge av denne utvidelsen.

Når produsenter av sentrale komponenter og plattformer er omfattet, må det i noen utstrekning brukes skjønn i avgrensningen av kriteriet. Etikkrådet har ved flere anledninger redegjort for krevende avgrensningsspørsmål ved oppfølgingen av kriteriet. En mer snever avgrensning av kriteriet, til for eksempel at det bare skal omfatte selskaper som produserer selve stridshodet, ville bidra til en klarere avgrensning. En slik innramming ville, som vist til ovenfor, redusert dagens antall av utelukkede selskaper fra 14 til fem.

Bortsett fra de fem selskapene som produserer stridshode, er alle de øvrige utelukkede selskapene våpenselskaper som også produserer konvensjonelle våpen. Dette omfatter også våpentyper som Norge kjøper og trenger for egen beskyttelse.

Den sikkerhetspolitiske situasjonen er mer krevende i dag enn da kriteriet ble innført i 2004. Det er hensyn som kan tilsi at produsenter av konvensjonelle våpen i denne situasjonen ikke bør utelukkes fra fondet, selv om de også produserer kjernevåpen. Dette ville i tilfelle innebære en videreføring av kjernevåpenkriteriet, men med unntak for selskaper som også produserer konvensjonelle våpen. På den annen side vil en slik retningslinje medføre at vi investerer i våpenselskaper som bidrar til kjernevåpen, men ikke i selskaper som ellers i det vesentlige produserer for sivile formål.

10.2.6.3.4 Staten som kunde versus som eier

En tredje problemstilling, som også utvalgets mandat tar opp, er spørsmålet om det er inkonsistent av staten å utelukke selskaper fra fondet og samtidig inngå store kontrakter om kjøp og vedlikehold av forsvarsmateriell fra de samme selskapene. Spørsmålet er om det er riktig å utelukke selskaper som vi er kunde av, ettersom vi trenger noen av produktene deres for å forsvare oss.

Denne siste problemstillingen ble drøftet av Graverutvalget, jf. ovenfor. Graverutvalget mente det ikke nødvendigvis er inkonsistent å hevde at det er etisk forsvarlig å ha en norsk forsvarsindustri som også deltar i et internasjonalt våpenmarked, samtidig som det kan være uetisk å ha eierandeler i utenlandsk våpenindustri. Graverutvalget begrunnet dette blant annet med at *«[d]et første gjør man i forsvarsøyemed, det andre for å tjene penger.»*[32] Videre viste

[31] NOU 2020: 7, s. 169–170. Forslaget ble fulgt opp av Finansdepartementet i Meld. St. 24 (2020–2021), kapittel 7, og støttet av Stortinget, jf. Innst. 556 S (2020–2021).

[32] NOU 2003: 22, s. 19.

utvalget til at slike investeringer etablerer en varig forbindelse mellom fondet og selskapet, og at det å investere i et selskap er en frivillig sak.[33]

Det kan hevdes at disse punktene også gjelder for en kunde som frivillig velger en leverandør, gjerne på langvarige kontrakter, etter en kost-nytte vurdering, og selskapet selger for å oppnå overskudd. Det er bare når selskapet har et monopol, for eksempel ved særegen kvalitet, at det framstår som det eneste aktuelle. Videre kan også et eierskap være flyktig, slik kunden kan avstå fra å kjøpe fra et selskap.

Et viktig skille mellom en eier og en kunde, er likevel at en eier kan påvirke selskapets adferd gjennom eierdialog og stemmegiving. En annen forskjell er at en eier kan sies å ha en forholdsmessig andel av hele selskapets virksomhet, også etisk problematisk virksomhet. En kundes relasjon til et selskap begrenses til kundeforholdet og gjelder som regel bare en begrenset del av selskapets virksomhet. Samtidig kan en stor kunde som har inngått en langsiktig kontrakt, også ha innflytelse.

Den norske stat er majoritetseier i en stor norsk våpenprodusent som leverer komponenter til minst ett av selskapene som er utelukket fra SPU.

Staten har oppgaver for å oppfylle mange formål. Å føre en politikk som er konsistent mellom alle disse, er ikke nødvendigvis lett. Hva som framstår som en konsistent politikk, vil også kunne avhenge av situasjon og sammenheng. Siden Graverutvalget la fram sin utredning har den sikkerhetspolitiske situasjonen endret seg. Nå er det derfor rimelig å stille spørsmål om det er konsistent å utelukke selskaper fra SPU som Norge er stor kunde av og til dels avhengig av for vår egen sikkerhet.

10.2.6.3.5 Å skille mellom allierte og ikke-allierte stater

Da Graverutvalget la fram sin utredning og kjernevåpenkriteriet ble innført, var verden preget av bred vilje til kjernefysisk nedrustning. Det var økt økonomisk samhandel mellom land og tro på en utvikling med tettere verdifellesskap orientert rundt Vestens liberale verdier.

I dag er det krig i våre nærområder, og forsvaret rustes opp i Norge og hos våre allierte. Etterretningstjenesten legger i sin trusselvurdering til grunn at Russland forbereder seg på en varig konfrontasjon med Vesten.[34] Verden er blitt mer fragmentert og preges i større grad av den sterkestes rett. Å evne å forsvare egne interesser, om nødvendig også med militær makt, er blitt et mer framtredende behov enn tidligere.

Hensynet til å beskytte egen befolkning og staten er blitt mer reelt og nært enn tidlig på 2000-tallet. NATOs kjernefysiske avskrekking har fått økt betydning, og Norge er mer avhengig av våre allierte. NATOs atomvåpenparaply er en sentral del av denne beskyttelsen. Norsk kjernevåpenpolitikk bygger på at vår tilslutning til en kjernefysisk paraply er nødvendig for å hindre at bruk av masseødeleggelsesvåpen i ytterste konsekvens rammer Norge.

---

[33] NOU 2003: 22, s. 14.

[34] Etterretningstjenesten (2026), Fokus 2026 - Etterretningstjenestens vurdering av aktuelle sikkerhetsutfordringer, s. 5.

Som vist til over, er det samlet sett flere børsnoterte selskaper som medvirker til produksjon av kjernevåpen i dag enn det som ble lagt til grunn da kriteriet ble innført. Det er i det vesentlige vestlige kjernevåpenstater som involverer private selskaper i produksjon og vedlikehold av kjernevåpen. Utelukkelser etter kjernevåpenkriteriet har derfor i all hovedsak omfattet selskaper hjemmehørende i kjernevåpenstater som er Norges allierte. Utvalget legger til grunn at disse ikke selger komponenter til kjernevåpen til ikke-allierte stater. Selskapene er gjennomgående store og utgjør en stor del også av konvensjonell våpenproduksjon hos våre allierte.

Kjernevåpenkriteriet har medført at SPU har vært utelukket fra store deler av den forsvarsindustrien som er et grunnlag for forsvaret av Norge. Kriteriet har i praksis fungert som en begrensning på investeringer i en hel sektor, heller enn målrettet utelukkelse av en viss våpenproduksjon.

10.2.7 Utvalgets anbefaling om våpenkriteriet

Utvalget anbefaler at det produktbaserte kriteriet for selskaper som produserer visse våpentyper, endres slik at kriteriet omfatter ***våpentyper som er forbudt***, enten å bruke eller også å utvikle, produsere og besitte for samtlige parter i henhold til avtaler som Norge er part til.

Flere stater som grenser mot Russland, har trukket seg fra landminekonvensjonen fordi deres sikkerhet er truet, jf. ovenfor. Utvalget viser til at oppslutningen om disse konvensjonene svekkes når stater kjenner seg truet, og at deres eventuelle bruk av våpnene også har betydning for vår sikkerhet. Utvalget foreslår likevel at våpenkriteriet skal omfatte produksjon av våpen som er forbudte for alle konvensjonsparter etter konvensjoner som Norge har sluttet opp om. Norges tilslutning til de ulike våpenkonvensjonene er uttrykk for en etisk bedømmelse av disse våpnene som kan tilsi at kriteriet opprettholdes. Vi viser også til Utenriksdepartementets oppfordring til de aktuelle landene om ikke å trekke seg fra konvensjonene.

Våpenkriteriet vil da omfatte samtlige våpentyper som har vært omfattet av kriteriet fram til nå, unntatt kjernevåpen. Dersom en konvensjon om dødelige autonome våpen vedtas og Norge slutter seg til denne, vil kriteriet etter utvalgets forslag også omfatte dødelige autonome våpen.

Flere av forutsetningene som lå til grunn for innføringen av kjernevåpenkriteriet, har endret seg siden 2003.

For det første er den sikkerhetspolitiske situasjonen grunnleggende endret. Det er igjen krig i Europa. Russland er villig til å bruke militær makt, med store tap, for å nå politiske mål. Etterretningstjenesten vurderer at Russland innstiller seg på en varig konfrontasjon med Vesten. Trusselbildet omfatter nå også sammensatte trusler i det fysiske og digitale domenet. Norske og allierte sikkerhetsmyndigheter beskriver en vesentlig skjerpet sikkerhetssituasjon. Regjeringen har understreket behovet for at Norge må være forberedt på krise og krig.

For det andre har Norge videreført, og til dels forsterket, en sikkerhetspolitisk linje som i siste instans bygger på kjernefysisk avskrekking. Norge har ikke sluttet seg til traktaten om forbud

mot kjernevåpen som trådte i kraft i 2021. Regjeringen viste i begrunnelsen blant annet til at avtalen ikke er forenelig med NATOs kjernefysiske strategi. Norge har også - sammen med nordiske land - sluttet seg til franskledede initiativer på det kjernefysiske området. NATO-landene har videre forpliktet seg til en betydelig styrking av alliert forsvarsevne. Oppslutningen om NATO i Norge er sterk.

For det tredje har forsvarsindustrien endret karakter. Det har skjedd en betydelig konsolidering fra mange mer spesialiserte selskaper til større og bredere forsvarskonsern. Dette har skjedd i USA, men også i Europa. Virksomhet knyttet til kjernevåpen kan dermed i økende grad utgjøre en relativt liten del av den samlede virksomheten i et stort selskap. Samtidig har private aktører fått større roller som leverandører av teknologi, tjenester, drift og vedlikehold, også til strategiske systemer og anlegg. Mens Graverutvalget la til grunn at slike våpen i liten grad produseres i børsnoterte selskaper og at det trolig ville være svært få selskaper som ville bli utelukket, er ikke dette tilfellet i dag. I praksis er alle store, vestlige forsvarsselskaper utelukket fra fondets investeringer, også selskaper som produserer konvensjonelle våpen som Norge selv har behov for og kjøper for vår egen beskyttelse.

For det fjerde er forsvarsindustrien fortsatt en særegen sektor når det gjelder forholdet mellom stat og marked. Private selskaper spiller en viktig rolle, men statene har omfattende kontroll gjennom eierskap, regulering av teknologi, sikkerhetslovgivning, eksportkontroll og andre virkemidler. Våpenprodusenter opererer derfor ikke i et ordinært, åpent marked. Statlig kontroll med teknologi, produksjon og eksport er betydelig, og denne kontrollen er på flere områder blitt forsterket. Norske og andre lands myndigheter har dessuten mulighet til å påvirke gjennom samarbeid om eksportkontroll, sanksjoner og andre internasjonale regelverk.

For det femte er grensedragningen mot leveringsplattformer og støttesystemer blitt stadig vanskeligere. Det gjelder blant annet rom- og satellittjenester, digitale overvåkings- og styringssystemer, kommunikasjon, kunstig intelligens og drift og vedlikehold. Ubåter, fly, skip og andre plattformer kan dessuten ha flere funksjoner og understøtte ulike typer våpensystemer. Skillet mellom en kjernevåpenplattform og andre militære systemer blir dermed mindre entydig.

Til sist vises det til at SPUs praksis historisk har hatt bred støtte i ansvarlig investeringspraksis fra andre investorer. Men denne praksisen er nå i endring, spesielt etter Russlands invasjon av Ukraina og et endret sikkerhetspolitisk bilde. Enkelte store europeiske institusjonelle investorer har nylig opphevet kjernevåpenrelaterte utelukkelser nettopp med henvisning til endrede sikkerhetspolitiske forhold.

Disse momentene taler etter utvalgets syn for at virkeområdet til kjernevåpenkriteriet bør endres. Utvalget foreslår at fondet ikke skal være investert i produsenter av sentrale komponenter til kjernevåpen med mindre selskapet er hjemmehørende i en stat som er kjernevåpenstat i henhold til ikkespredningsavtalen og som er alliert med Norge. Med alliert menes stater som er medlem av NATO.

Endringen innebærer at selskaper hjemmehørende i USA, Frankrike og Storbritannia ikke lenger vil utelukkes på grunn av kjernevåpenproduksjon.

Utvalget mener forslaget har en etisk begrunnelse. I en mer usikker verden har Norge behov for å beskytte folk og territorium og er avhengig av våre alliertes atomvåpenparaply.

Når vi bygger våpenkriteriet på konvensjoner som Norge har sluttet opp om, faller det tidligere kriteriet rettet mot våpen «*som ved normal anvendelse bryter med grunnleggende humanitære prinsipper*» bort.

Utvalgets forslag til nye kriterier for fondets investeringer i forsvarsindustrien lyder slik:

Våpenkriterium

Fondet skal ikke være investert i selskaper som selv eller gjennom enheter de kontrollerer, utvikler eller produserer følgende våpentyper eller deres sentrale komponenter:

i. våpentyper som er forbudt for samtlige parter i henhold til en avtale som Norge er part til,
ii. kjernevåpen med mindre selskapet er hjemmehørende i en stat som er kjernevåpenstat i henhold til ikkespredningsavtalen og som er alliert med Norge.

Norges Bank bør kunne bruke eierskapsutøvelse overfor selskaper som produserer ovennevnte våpentyper. Det vil særlig kunne være aktuelt der slik produksjon utgjør en liten del av selskapets samlede virksomhet. Siktemålet vil da være å avklare om dette er en virksomhet selskapet vil fortsette med, og i hvilket omfang, se kapittel 15.

10.3 Kullkriteriet

10.3.1 Innledning

De etiske retningslinjene inneholder to kriterier om klima: det produktbaserte kullkriteriet og det adferdsbaserte klimakriteriet. Disse ble innført i 2016. Banken fikk ansvaret for å identifisere og utelukke selskaper under kullkriteriet da det ble innført. Banken ble gitt tilsvarende initiativrett for klimakriteriet i 2022. For de øvrige kriteriene skal banken avvente tilråding fra Etikkrådet før observasjon eller utelukkelse besluttes.

I 2022 ble det også innført flere bestemmelser i *forvaltningsmandatet til Norges Bank* for å håndtere klimarisiko. Enkelte av endringene var en formalisering av bankens eksisterende praksis, mens andre utvidet og styrket arbeidet. Det uttalte formålet var å bidra til en helhetlig tilnærming til klimarisiko forankret i fondets finansielle mål.

Klimarisiko skal i henhold til mandatet være en del av bankens risikostyring, investeringsbeslutninger og ansvarlige forvaltning. Bankens ansvarlige forvaltning og eierskapsutøvelse er sentrale virkemidler. Norges Bank har publisert et forventningsdokument om klima og utarbeidet en handlingsplan for å følge opp kravene i mandatet. Bankens arbeid med klima er også omtalt i kapittel 22.

Dette avsnittet omhandler kullkriteriet i de etiske retningslinjene. Klimakriteriet omtales i kapittel 11 sammen med de andre adferdskriteriene.

Kullkriteriet er gjengitt i boks 10.2 nedenfor.

Boks 10.2 Kullkriteriet

I retningslinjene[1] for observasjon og utelukkelse av selskaper fra SPU er kriteriene for produktbasert utelukkelsene gitt i § 3:

> *«§ 3. Kriterier for produktbasert observasjon og utelukkelse av selskaper*
>
> *...*
>
> *(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.»*

Bokstav a og b angir relative terskelverdier for hvor stor andel av virksomheten som skal være basert på kull for å kvalifisere for utelukkelse eller observasjon. Bokstav c og d angir absolutte verdier for å fange opp selskaper med store utslipp, men som ikke når opp til de relative tersklene.

Etter § 6 andre og tredje ledd skal banken:

> *«2) I vurderingen etter § 3 annet ledd skal det også legges vekt på framoverskuende vurderinger, herunder av eventuelle planer som vil endre nivået på utvinning av eller kraftkapasiteten knyttet til termisk kull, redusere inntekts- eller virksomhetsandelen knyttet til termisk kull og/eller øke inntekts- eller virksomhetsandelen knyttet til fornybare energikilder.*
>
> *3) Råd og beslutninger om utelukkelse av selskaper basert på § 3 annet ledd skal ikke omfatte et selskaps grønne obligasjoner der disse er anerkjent gjennom inkludering på indekser for slike obligasjoner eller verifisert av anerkjent tredjepart.»*

[1] Alle henvisninger til retningslinjene er slik de var før de midlertidige retningslinjene trådte i kraft 7. november 2025.

10.3.2 Kort om bakgrunn

Det ble diskutert å innføre krav til klima- og miljøhensyn i forvaltningen av fondet allerede da det ble åpnet for at fondet kunne investeres i egenkapitalinstrumenter i 1998. Graverutvalget foreslo ikke egne kriterier i de etiske retningslinjene, men pekte på internasjonale miljø- og klimakonvensjoner som mulig normgrunnlag for utelukkelser. Utvalget mente det var vanskelig å bruke klimakonvensjonen som grunnlag for å begrense utslipp i enkeltselskaper. Det ville være vanskelig å definere hva som var høye utslipp og umulig å knytte dette til brudd på konvensjonen. Utvalget skrev at *«det ikke er grunnlag for negativ filtrering av selskaper som produserer kullkraft eller petroleum fra fondet. Utvalget*

vurderer at eierskapsutøvelse og påvirkning vil være en mer effektiv strategi for å adressere klimaspørsmål og skape endringer enn utelukkelse».[35]

I 2014 ba Stortinget Finansdepartementet om å nedsette en ekspertgruppe som skulle vurdere om «*utelukkelse av kull- og petroleumsselskaper framstår som en mer effektiv strategi enn eierskapsutøvelse og påvirkning for å adressere klimaspørsmål og bidra til endringer fram i tid*».[36] Ekspertgruppen mente i likhet med Graverutvalget at eierskapsutøvelse og dialog er de viktigste virkemidlene for å håndtere klimaspørsmål i forvaltningen av SPU. Ifølge ekspertgruppen kunne ikke kull- og petroleumsselskapers produksjon av energi, bruk av energi og utslipp av CO_2 *i seg selv* sies å være i strid med generelt aksepterte etiske normer. Det var derfor ifølge gruppen heller ikke grunnlag for å innføre et produktbasert kriterium for utelukkelse av kull- eller petroleumsselskaper. Samtidig mente ekspertgruppen at det må forventes at selskapene i porteføljen oppfyller visse minimumsstandarder for hvordan deres virksomhet påvirker klimaet. Ekspertgruppen anbefalte derfor å innføre et klimakriterium for å kunne utelukke eller sette til observasjon selskaper med en adferd som ikke når opp til slike forventninger.

Finansdepartementet la i påfølgende stortingsmelding opp til å innføre et nytt adferdsbasert klimakriterium i tråd med ekspertgruppens anbefaling.[37] Finanskomiteen støttet dette, og i tillegg mente komiteen at «*det er etiske aspekter tilknyttet virksomheten til en del kullselskaper innen både gruvedrift og kraftproduksjon»*. Den anmodet derfor også om et produktbasert kullkriterium i retningslinjene.[38]

Det produktbaserte kullkriteriet ble innført i 2016. Til forskjell fra andre kriterier ble det fastsatt terskler for hvor stor andel av selskapenes aktiviteter eller inntjening basert på kull som skulle kvalifisere for utelukkelse. Tersklene ble satt til 30 prosent. Kullkriteriet ble i 2019 utvidet med absolutte terskler for å kunne utelukke selskaper med store utslipp, men der aktiviteten eller inntjeningen utgjorde mindre enn 30 prosent.

En annen forskjell fra de øvrige produktkriteriene er at dette er et såkalt «kan»-kriterium der det blant annet skal tas hensyn til framoverskuende vurderinger. Norges Bank skal i henhold til retningslinjenes § 6 legge vekt på *«framoverskuende vurderinger, herunder av eventuelle planer som vil endre nivået på utvinning av eller kraftkapasiteten knyttet til termisk kull, redusere inntekts- eller virksomhetsandelen knyttet til termisk kull og/ eller øke inntekts- eller virksomhetsandelen knyttet til fornybare energikilder».* Videre skal beslutninger om utelukkelse ikke *«omfatte et selskaps grønne obligasjoner».* Grønne obligasjoner er øremerket til finansiering av aktiviteter med klima- og miljømessige formål.

[35] NOU 2003: 22, vedlegg 9, s. 157.

[36] Innst. 141 S (2013–2014), s. 2.

[37] Meld. St. 21 (2014–2015) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2014, s. 51.

[38] Innst. 290 S (2014–2015), s. 14.

Kullkriteriet omfatter kull til energiformål, såkalt termisk kull. Metallurgisk kull, som i hovedsak benyttes i jern- og stålproduksjon, omfattes ikke av kriteriet.[39] Kull til kraftsektoren står for to tredeler av globalt kullforbruk.

10.3.3 Norges Banks arbeid med kullkriteriet

Norges Bank fikk ansvaret for å identifisere og utelukke selskaper under kullkriteriet da det ble innført, jf. ovenfor. Kriteriet har ifølge banken vært krevende å gjennomføre.[40] Kriteriets utforming med vekt på terskler og framoverskuende vurderinger gjør arbeidet med å innhente tilstrekkelig detaljert informasjon utfordrende.

Kriteriet retter seg mot bransjer med mange selskapshendelser. Kjøp og salg av eiendeler og hvordan selskapene organiseres mv. kan påvirke om selskaper omfattes av kriteriet eller ikke.

Norges Bank anslo i 2022 at om lag 95 prosent av kullutvinning og 80 prosent av kullbasert kraftproduksjon er satt til observasjon eller utelukket fra fondet.[41] Kraftrelatert kullvirksomhet som ikke er utelukket, er konsentrert i relativt få selskaper. I tillegg er det ifølge banken i overkant av 200 kraftselskaper som har noe kullbasert virksomhet, men som også har mye annen virksomhet.

I alt 79 selskaper er blitt utelukket og 20 er satt til observasjon siden innføringen av kriteriet. To av utelukkelsene er basert på de absolutte tersklene. Ti utelukkelser er opphevet og seks observasjoner avsluttet. Blant annet oppkjøp eller andre selskapshendelser gjør at antallet selskaper som til enhver tid er oppført som utelukket eller satt til observasjon etter kriteriet, kan avvike fra antallet beslutninger som er fattet. Ved utgangen av 2025 var 62 selskaper utelukket og 11 selskaper under observasjon, se tabell 10.1 og 10.2. Målt i markedsverdi utgjorde selskapene som er utelukket etter kullkriteriet, 19 prosent av de samlede utelukkelsene og 0,6 prosent av aksjeverdien i fondet.

Tabell 10.1 Antall og markedsverdi til selskaper som er utelukket etter kullkriteriet, etter land

Land	Antall selskaper	Markedsverdi (mill. kroner)
Australia	4	2 744
Canada	1	1 920
Chile	1	94
Filippinene	2	261
Hong Kong	1	2 428

[39] Jern- og stålproduksjon er produksjonsprosesser under svært høy temperatur der kull til nå har vært kjemisk nødvendig. Teknologi som kan erstatte metallurgisk kull i jern- og stålproduksjon er under utvikling, men er foreløpig kostbar og ikke vurdert som tilstrekkelig moden.

[40] Se blant annet Meld. St. 26 (2016–2017) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2016 og Meld. St. 20 (2018–2019) Statens pensjonsfond 2019, der det redegjøres for bankens arbeid med kullkriteriet.

[41] Meld. St. 9 (2021–2022) Statens pensjonsfond 2022, s. 11.

Land	Antall selskaper	Markedsverdi (mill. kroner)
India	6	6 327
Indonesia	1	1 267
Japan	5	1 597
Kina	18	7 340
Malaysia	2	2 662
Polen	1	479
Storbritannia	1	13 057
Sor-Afrika	2	1 121
Sør-Korea	1	1 435
Thailand	1	120
Tsjekkia	1	1 495
Tyskland	1	8 039
USA	13	39 711
Sum	**62**	**92 096**

Markedsverdi tilsvarer verdien selskapet ville hatt i referanseporteføljen på denne datoen dersom det ikke var utelukket.

Kilde: Norges Bank.

Tabell 10.2 Antall og markedsverdi til selskaper som er satt til observasjon etter kullkriteriet

Land	Antall selskaper	Markedsverdi (mill. kroner)
Japan	2	1 595
Tyskland	2	4 491
USA	7	12 974
Sum	**11**	**19 060**

Kilde: Norges Bank.

10.3.4 Utvalgets vurderinger

Verden står overfor alvorlige klimautfordringer. Det er behov for å gå over til energisystemer med lave utslipp av klimagasser. Også SPU er tjent med at den globale økonomien omstilles til et lavutslippssamfunn på en ordnet måte. Hvordan selskapene i fondet håndterer overgangen, påvirker fondets finansielle interesser.

Både Graverutvalget i 2003 og ekspertgruppen som vurderte kull- og petroleumsselskaper i 2015 mente eierskapsutøvelse og påvirkning ville være en mer effektiv strategi for å ivareta klimahensyn enn å utelukke selskaper. Ekspertgruppen mente kullutvinning og kullbasert

kraftproduksjon, og utslipp av CO_2 ikke i seg selv kan sies å være i strid med generelt aksepterte etiske normer.

Det er ønskelig at kull og fossil energi på sikt fases ut som energikilde. De globale utslippene fra bruk av fossile energikilder har over tid bidratt til de store klimautfordringene. Det internasjonale samfunnet bør fortsette å arbeide for en utfasing ved bruk av skatter, avgifter og reguleringer. I tillegg til tiltak rettet mot produksjon vil tiltak innrettet for å vri etterspørselen bort fra fossil energi være viktig.

Flere av de store selskapene som utvinner kull og produserer kullbasert energi, kan være viktige for å få til denne omstillingen til lavere utslipp. Gruveselskaper som i tillegg til kull også utvinner andre mineraler som inngår i ny og klimavennlig teknologi, er her eksempler. Flere store selskaper som utvinner eller bruker kull til produksjon av energi, er også viktige innen utviklingen av fornybar energi. Med en ytterligere konsolidering i gruve- og kraftindustrien kan det bli flere slike selskaper framover.

Utvinning og produksjon av kull er ikke nødvendigvis uetisk i seg selv. Etterspørselen og bruken av fossil energi bør vris mot renere energikilder. Også for investorer som SPU bør ansvarlig forvaltning og eierskapsutøvelse bidra i arbeidet for å fremme omstillingen til grønn energi. Norges Bank gjør et betydelig arbeid på dette området også i dag. Å stille forventninger til selskaper og gjennom eierskapsutøvelse støtte selskapers arbeid med omstilling til grønn energi, er i tråd med OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper.

Utvalget anbefaler at det kan benyttes eierskapsutøvelse overfor kullselskaper dersom de har virksomhet som ligger nær terskelverdiene i kriteriet. Dette vil være en naturlig konsekvens av at observasjon som virkemiddel overfor kullselskaper faller bort.

Utvalget foreslår for øvrig ikke å endre kullkriteriet. Vi legger også vekt på at Norges Bank allerede har solgt seg ut av denne industrien og at det neppe er hensiktsmessig å kjøpe seg opp igjen når svært mange land ser for seg etter hvert å fase denne næringen ut.

Norges Bank bør kunne vurdere eierskapsutøvelse som virkemiddel overfor kullselskaper. Kullselskaper som i dag er under observasjon, bør framover inngå i bankens eierskapsutøvelse.

Det adferdsbaserte klimakriteriet og Norges Banks arbeid med klimahensyn i den ansvarlige forvaltningen er nærmere omtalt i kapittel 11.

10.4 Tobakk og cannabis

10.4.1 Tobakk

Graverutvalget vurderte om produsenter av tobakk burde utelukkes fra SPU. Utvalget anbefalte ikke et slikt kriterium og la vekt på at tobakk var et lovlig produkt og at det ikke

forelå en bindende internasjonal konvensjon mot tobakksproduksjon.[42] I Revidert nasjonalbudsjett 2004 sluttet Finansdepartementet seg til Graverutvalgets vurderinger.[43]

I 2008 foreslo Finansdepartementet likevel å innføre et kriterium rettet mot produsenter av tobakk. Departementet viste blant annet til at Norge siden 2004 hadde ratifisert WHOs tobakkskonvensjon. Ifølge departementet var konvensjonen framforhandlet også da Graverutvalget kom med sin innstilling, og *«ratifiseringen i seg selv ikke medfører en forpliktelse til å innføre negativ filtrering for tobakk»*. Videre står det i stortingsmeldingen:

> *«Samtidig er det et faktum at man nå har på plass en internasjonal konvensjon om å begrense bruken av tobakk, med oppslutning fra mange land. Det er naturlig at man ved evalueringen av de etiske retningslinjene for Statens pensjonsfond – Utland legger vekt på denne utviklingen.»*[44]

Finansdepartementet viste i meldingen også til at tobakk som produkt var særegent ettersom alvorlig helseskade kan inntreffe selv ved normal bruk. Problemet var ifølge departementet derfor ikke primært knyttet til selskapers adferd, men til produktets iboende egenskaper. Negativ filtrering av produsenter av tobakk ble derfor vurdert som et egnet virkemiddel. Stortinget sluttet seg til forslaget.[45]

10.4.2 Cannabis

Mestadutvalget vurderte om produsenter av cannabis til rusformål burde omfattes av produktbasert utelukkelse, men anbefalte ikke å innføre et eget kriterium for dette. Utvalget skrev blant annet:

> *«På den ene siden kan det faktum at cannabis regnes som et narkotisk stoff som er ulovlig i Norge, samtidig som Norge har gitt sin tilslutning til FNs narkotikakonvensjoner, gi uttrykk for et verdigrunnlag som gjør at produksjon og salg av cannabis til rusformål bør tas inn som nytt kriterium for å utelukke selskaper fra fondet.*
>
> *... På den andre siden merker utvalget seg at det er en utvikling internasjonalt der cannabis er blitt legalisert i stadig flere land og at dette også diskuteres i ulike fora i Norge. Dette gir uttrykk for en endring i holdningen til cannabis internasjonalt og i Norge som kan tilsi at det ikke er et tilstrekkelig verdigrunnlag i befolkningen i dag for et kriterium på dette området.»*[46]

Finansdepartementet foreslo i den påfølgende stortingsmeldingen om fondet likevel å innføre et kriterium rettet mot produsenter av cannabis til rusformål.[47] Departementet la vekt på at

---

[42] NOU 2003: 22, kapittel 6 og 7.

[43] St.meld. nr. 2 (2003–2004), kapittel 4.2.

[44] St.meld. nr. 20 (2008–2009) Om forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2008, s. 127.

[45] Innst. S. nr. 277 (2008–2009).

[46] NOU 2020: 7, s. 175.

[47] Meld. St. 24 (2020–2021), s. 110.

cannabis er et narkotisk stoff som det er ulovlig å produsere og selge i Norge, og at Norge har gitt sin tilslutning til FNs narkotikakonvensjoner:

> *«Dette gir etter departementets vurdering uttrykk for et verdigrunnlag som det er bred enighet om i befolkningen, og som tilsier at produksjon og salg av cannabis til rusformål bør tas inn som nytt kriterium for utelukkelse av selskaper fra fondet».*

Det ble understreket at kriteriet skulle avgrenses til produksjon av cannabis til rusformål. Stortinget sluttet seg til departementets vurderinger.[48]

10.4.3 Praktisering av kriteriene

I alt 12 tobakksselskaper er utelukket fra SPU. Selskapene utgjør om lag 19 prosent av verdien av alle utelukkede selskaper og om lag 0,6 prosent av aksjeverdien i fondet. Fire cannabisselskaper er utelukket, men har nå ingen vekt i referanseindeksen.

10.4.4 Utvalgets vurderinger

Utvalget viser til vurderingene til Graverutvalget og Mestadutvalget på disse områdene. Utvalget viser likevel til at det ikke er nye forhold som nå tilsier en fornyet vurdering. Utvalget mener Norges Bank bør kunne bruke eierskapsutøvelse overfor selskaper som produserer tobakk og cannabis. Det vil særlig kunne være aktuelt der slik produksjon utgjør en liten del av selskapets samlede virksomhet og siktemålet vil være å avklare om dette er en virksomhet selskapet vil fortsette med, og i hvilket omfang, se kapittel 15.

[48] Innst. 136 S (2020–2021).

11 Adferdskriterier som grunnlag for endring av referanseindeks og investeringsunivers

11.1 Innledning

Etter § 4 i retningslinjer for observasjon og utelukkelse av selskaper fra Statens pensjonsfond utland (SPU) kan observasjon eller utelukkelse besluttes der det er en uakseptabel risiko for at selskaper gjennom sin adferd medvirker til eller selv er ansvarlig for grove etiske normbrudd.[1] Bruken av begrepet «medvirkning» i retningslinjene drøftes i avsnitt 11.2, og terskel for utelukkelser er drøftet i avsnitt 11.3. Kriteriene er gjengitt i boks 11.3. og drøftes i avsnitt 11.4. Kriteriene om individers rettigheter i krig og konflikt (§ 4 bokstav b i de tidligere retningslinjene) og salg av våpen (§ 4 bokstav c og bokstav d) er omtalt i kapittel 12 om krig og konflikt.

I Stortingets vedtak fra november 2025 er utvalget (via regjeringen) bedt om å «*sikre at Statens pensjonsfond utland fortsatt skal være et bredt diversifisert, globalt fond».* Formålet skal være *«å oppnå høyest mulig avkastning til akseptabel risiko, for å legge til rette for at formuen vokser og varer».* Dette er gjenspeilet i mandatet for utvalget.

Stortingets vedtak er et viktig utgangspunkt for utvalgets vurderinger og forslag. Dette berører både produkt- og adferdskriteriene. For adferdskriteriene har det betydning for når utelukkelse skal anses som det riktige virkemiddelet, ikke for hvilke kriterier retningslinjene bør omfatte.

Også avsnittene 11.5 og 11.6 favner om temaer som er relevante for både produkt- og adferdskriteriene. Opphevelse av utelukkelser omtales i avsnitt 11.5 og observasjon som virkemiddel i avsnitt 11.6.

Utvalgets vurderinger er en del av omtalen av de ulike temaene underveis.

11.2 Om selskapers medvirkning til normbrudd

Ordlyden i de etiske retningslinjene fra 2004 var at fondet ikke skal være investert i selskaper som utgjør en uakseptabel risiko for at *«fondet medvirker til uetiske handlinger eller unnlatelser*». I 2010 ble ordlyden endret til at fondet skal unngå å være investert i «*selskaper som forårsaker eller medvirker til alvorlige krenkelser av grunnleggende etiske normer*», jf. boks 11.3.[2] Dette var ifølge Finansdepartementet en forståelse som i økende grad ble praktisert av investorer og frivillige organisasjoner internasjonalt. Endringen var også i tråd med det pågående arbeidet med FNs veiledende prinsipper for næringsliv og

[1] Utvalget tar her, i tråd med utvalgets mandat, utgangspunkt i kriteriet slik det lød før de midlertidige retningslinjene trådte i kraft 7. november 2025. Etter de midlertidige retningslinjene skal Etikkrådet ikke tilrå observasjon og utelukkelse, men informere Norges Bank om eventuelle selskaper som identifiseres for mulig eierskapsutøvelse.

[2] St.meld. nr. 20 (2008–2009) Om forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2008, s. 98.

menneskerettigheter.[3] Også Etikkrådet vurderte i praksis selskapers virksomhet og ikke fondets medvirkning til normbrudd i sitt arbeid.

Begrepet medvirkning har et forholdsvis klart definert innhold i juridisk teori og praksis i strafferetten, i erstatningsretten og i internasjonal rett. Det er imidlertid vesentlig ikke å forstå retningslinjenes bruk av medvirkning i den rettslige betydningen av ordet eller å la rettslige kriterier for medvirkning være veiledende for de etiske retningslinjene.

Bruk av «medvirkning» som begrep er drøftet ved ulike anledninger. Graverutvalget la vekt på at forvaltningen skal søke å unngå at fondet gjennom fortsatt eierskap pådrar seg et medansvar for grove normbrudd. Graverutvalget var samtidig klar på at det her ikke er snakk om et juridisk ansvar.

Finansdepartementet skrev blant annet følgende i 2009:

> *«[M]edvirkerbegrepet som er forutsatt for fondets del, avviker fra medvirkerbegrepet slik det er kjent innenfor for eksempel strafferett eller erstatningsrett. I andre sammenhenger vil medvirkerbegrepet ofte kreve en annen grad av nærhet, kontroll eller involvering enn hva eierposter i et selskap i seg selv kan føre til. […]*
>
> *Etter dagens ordning kan uttrekk forstås som et middel som gir mulighet til å ta avstand fra, eller unngå å være assosiert med, selskaper med en uetisk praksis. En kan også tenke seg dette som et ønske om ikke å tjene penger på grovt uetisk aktivitet, jf. bl.a. Graver-rapporten s. 14. […]»*[4]

Etikkrådet skrev følgende i sin høringsuttalelse om endringen:

> *«Begrepene medvirkning og å bidra til brukes synonymt og bygger på en alminnelig språklig forståelse; det ligger ingen særlige rettslige eller andre føringer når det gjelder tolkningen av dem. Etikkrådet tolker Graver-rapporten slik at å unngå medvirkning er likestilt med å sørge for å ha «rene hender»; det norske folk ønsker ikke, gjennom eierskap, å bidra til sterkt uetiske handlinger.»*[5]

Utvalget deler her Etikkrådets forståelse av Graverutvalget om at fondet gjennom eie i selskaper ikke skal ha en tilknytning til grove normbrudd.

Rammeverkene fra OECD og FN forventer at selskaper gjør såkalte aktsomhetsvurderinger (*due diligence*) for å håndtere risiko for at de har tilknytning til negativ påvirkning på mennesker, samfunn og miljø, jf. kapittel 6. Selskapene skal systematisk *kartlegge, forebygge og håndtere* slike negative virkninger som selskapene kan *forårsake, bidra til eller være direkte knyttet til* i egen drift eller gjennom verdikjeden eller forretningsforbindelser. Forventingen til aktsomhetsvurderinger gjelder også investorer. For investorer som er minoritetseiere i mange selskaper, vil investorenes tilknytning til eventuelle negative

---

[3] Det ble vist til arbeidet til FNs spesialrepresentant for menneskerettigheter og næringsliv, John Ruggie, som resulterte i FNs veiledende prinsipper for næringsliv og menneskerettigheter (UNGP) i 2011.

[4] St.meld. nr. 20 (2008–2009) Om forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2008, s. 121.

[5] Etikkrådet for Statens pensjonsfond utland (2008), høringsuttalelse til Finansdepartementet 29. september 2008 i forbindelse med evalueringen av de etiske retningslinjene, s. 7.

virkninger av porteføljeselskapers virksomhet ifølge OECD i de aller fleste tilfeller anses å være av typen «*direkte tilknyttet*», og ikke en aktør som «*forårsaker*» eller «*bidrar til*». Forventningene til investorer som er direkte knyttet til et normbrudd, er ikke å rette opp de negative virkningene, men å søke å påvirke til endret adferd i selskapene som forårsaker eller bidrar til slike negative virkninger. Ansvaret for skaden ligger hos det aktuelle selskapet.

Utvalget legger vekt på at en minoritetsaksjonær verken medvirker til eller har rettslig medansvar for selskapets handlinger. Hvis investor gjennom aktsomhetsvurderinger og eierskapsutøvelse velger å påvirke selskapet til å opphøre med uønsket adferd, søker investoren snarere å motvirke risikoen for normbrudd. En slik tilnærming vil også være i tråd med rammeverkene fra OECD og FN. Der forventes det at investorer skal søke å påvirke porteføljeselskaper til å forebygge eller redusere negative virkninger. Investorer er imidlertid ikke ansvarlige for å håndtere disse negative virkningene selv, og ansvaret flyttes ikke fra virksomheten som forårsaker eller medvirker til en negativ hendelse til minoritetsaksjonæren (investoren), jf. kapittel 6.[6]

Etter utvalgets syn kan fondet fortsatt eie selskaper som forårsaker eller medvirker til grove normbrudd. Det forutsetter at fondet aktivt utøver eierskap for å motvirke bruddet. Det må også være en viss realisme i forventningene om at eierskapsutøvelsen kan føre fram. Dersom det ikke er utsikter til at dette vil føre fram, skal fondet trekke seg ut av selskapet. Det skal tas høyde for at endringer i selskapers adferd kan ta tid, jf. kapittel 9.

Derfor bør Norges Bank og Etikkrådet overvåke porteføljen for å identifisere eventuelle selskaper som forårsaker, bidrar til eller er direkte knyttet til grove etiske normbrudd. Banken bør gjennom den ansvarlige forvaltningen følge opp slike selskaper og bruke sin innflytelse til å motvirke risiko for brudd som er blitt identifisert.

I den ansvarlige forvaltningen har Norges Bank og Etikkrådet, sammen med andre, også arbeidet for bedre bransjestandarder. Det har hatt resultater, se omtale i kapittel 9. Når utsikter til bedring er til stede, kan en avvente å vurdere de enkelte selskapene for eventuell utelukkelse.

Norges Banks ansvarlige forvaltning er nærmere omtalt i kapittel 9. Utvalgets forslag til retningslinjer er omtalt i kapittel 15.

11.3 Terskel for utelukkelser

Det er i utgangspunktet to spørsmål som Etikkrådet og Norges Bank må vurdere i praktiseringen av retningslinjene. Det første er om det foreligger et normbrudd og hvor grovt det er. Det andre er om det er en uakseptabel risiko for at selskapet fondet eier i, medvirker til eller selv er ansvarlig for normbruddet.

Både tidligere utvalg, Finansdepartementet og Stortinget har understreket at terskelen for å utelukke selskaper skal være høy. Det gir en avveiing mellom fondets to etiske forpliktelser, jf. kapittel 8.

[6] OECD (2017), Responsible Business Conduct for Institutional Investors. Tilgjengelig på oecd.org.

Det første spørsmålet er hvor grovt normbruddet må være:

Ordlyden i retningslinjene angir en høy terskel. Normbrudd må være «grove eller systematiske», «alvorlige», «alvorlige og systematiske» eller «særlig grove» for å kvalifisere for utelukkelse, jf. § 4 gjengitt i boks 11.3. I boks 11.4 omtales disse begrepene nærmere, og i boks 11.5 omtales Etikkrådets forståelse av hva som er grovt, systematisk og alvorlig.

Graverutvalget skriver om dette:

> *«Det er bare de groveste former for brudd på disse normene som bør danne grunnlag for uttrekk. Det vil si at ikke alle normbrudd som et selskap blir beskyldt for å ha begått eller medvirket til, er relevante for vurderingen av om Petroleumsfondet skal trekke seg ut. Det er bare der det foreligger grove eller systematiske brudd på grunnleggende menneskerettigheter eller arbeidsrettsstandarder, alvorlig miljøskade, grov korrupsjon eller andre grove brudd på etiske normer, at det kan komme på tale å vurdere uttrekk.»*[7]

Boks 11.4 gjør rede for bruken av begrep for å betegne normbruddet. Utvalget tilrår å videreføre denne ordlyden. Utvalget mener terskelen i retningslinjene om at normbrudd må være grove eller systematiske eller alvorlige før utelukkelse er aktuelt, bør videreføres. Vi bruker i den løpende teksten «grove normbrudd» som en fellesbenevnelse i omtalen av kriteriene. Den favner også «systematiske» og «alvorlige». Ordlyden angir en høy terskel.

Boks 11.5 omtaler Etikkrådets vurderinger av hva som er «grovt», «alvorlig» og «systematisk». Utvalget vil vise til Etikkrådets praksis og foreslår ikke endringer i tolkningen av disse tersklene. Så langt utvalget har kunnet vurdere, har det heller ikke vært vesentlige endringer i Etikkrådets forståelse over tid.

Til spørsmålet om et selskap medvirker:

Retningslinjene trekker ikke klare linjer for hvor nær tilknytningen til normbruddet må være for at et selskap skal kunne utelukkes. De angir flere forhold som banken kan legge vekt på i vurderingen. Normbruddets alvor, selskapets tilknytning til normbruddet og risikoen for framtidige brudd kan ha betydning.

Utvalgets mandat viser til at selskapers verdikjeder for produkter og tjenester ofte er komplekse, med mange underleverandører fra flere ulike land. Mandatet ber utvalget vurdere *«om rammene for praktiseringen av de atferdsbaserte kriteriene kan klargjøres»* og *«i hvilken grad selskaper som leverer produkter og tjenester i en verdikjede kan sies å medvirke til normbrudd»*.

Fondets tilknytning til eventuelle grove normbrudd vil være gjennom minoritetseierposter i et stort antall selskaper.[8] Fondet vil altså ikke selv forårsake eller bidra til normbrudd, men har en «direkte forbindelse» til virksomheter som forårsaker eller bidrar til negative forhold. Banken forventes å gjennomføre såkalte aktsomhetsvurderinger for å identifisere slik risiko, men vil ikke være ansvarlig for å håndtere de negative virkningene selv. Ansvaret flyttes ikke

[7] NOU 2003: 22 Forvaltning for fremtiden, s. 164.

[8] Fondets eierandeler i unotert eiendom og infrastruktur for fornybar energi er høyere. For disse investeringene vil også fondets ansvar være større.

fra selskapet som forårsaker eller medvirker til normbrudd til fondet. Fondet skal likevel bruke sin eierinnflytelse til å motvirke grove normbrudd i selskapene.

Utvalget mener det i utgangspunktet er av betydning hvor mange ledd unna fondet et normbrudd skjer. Normbrudd vil normalt måtte være nært selskapet som fondet er investert i, for å kunne si at det medvirker til bruddet. Det gjelder «nedstrøms», dvs. der produktene brukes av selskapets kunder eller andre, og «oppstrøms» der innsatsvarer kan være produsert i flere ledd. Selskap har gjerne mindre innflytelse og oversikt desto lengre unna selskapet normbruddet skjer.

Et normbrudd kan skje i selskapets egen virksomhet, eller selskapet kan være knyttet til normbruddet på andre måter. Normbruddet kan for eksempel skje i datterselskaper, i leverandørkjeden, av forretningspartnere, myndigheter eller av selskapets kunder. I tillegg er det av betydning at et selskap av ulike grunner kan ha varierende påvirkning på den virksomheten som forårsaker normbruddet.

I utgangspunktet er det normbrudd som selskapet selv forårsaker eller medvirker til, som kan føre til utelukkelse. Det samme gjelder normbrudd i for eksempel datterselskaper eller hos leverandører som selskapet har stor innflytelse på. Lengre ute i verdikjeden bør en være varsom med å tillegge selskaper et etisk ansvar for normbrudd. Ved salg av produkter der salget skjer med full kjennskap til at produktet for kunden har en avgjørende rolle i grove normbrudd, kan utelukkelse være aktuelt. Lengre ute i verdikjeden bør en være varsom med å tillegge selskaper et etisk ansvar for normbrudd.

Vi gjør dette tydeligere i forslaget til retningslinjer, se kapittel 15.

I de fleste selskapene som er blitt utelukket, har normbruddet skjedd i selskapets egen virksomhet eller i selskaper det eier, og ikke i verdikjeden, se boks 11.6. Da er det nært fondet. Det gjenspeiler at selskaper har størst innflytelse over egen virksomhet og over selskapet det eier.

I tolkningen av retningslinjene og Etikkrådets praksis har det vært lagt til grunn at vurderinger av hvor grovt et normbrudd er og fondets tilknytning har blitt sett i sammenheng. Jo grovere normbruddet er, jo løser har tilknytningen kunnet være. Dette har Etikkrådet tillagt vekt blant annet i tilrådingen om å utelukke selskapet ONGC Inc. på bakgrunn av virksomhet i Sør-Sudan. Etikkrådet skrev blant annet.

«*Etter Etikkrådet sitt syn må vurderinga av om risikoen for medverknad til normbrot er akseptabel eller ikkje, gjerast i lys av kva slags normbrot selskapet risikerer å medverke til. I saker der selskapet opererer i ein kontekst der det er ein kjent fare for å medverke til svært alvorlege normbrot, meiner rådet derfor at det må stillast eit særskilt krav til aktsemd frå selskapet si side*».[9]

Utvalget mener de to forholdene bør holdes adskilt. Tilknytningen kommer ikke nærmere dess grovere normbruddet er, og ikke lengre fra dess mindre grovt det er.

[9] Etikkrådet, 8. januar 2021: *Tilråding om å utelukke Oil & Natural Gas Corp Ltd frå Statens pensjonsfond utland*.

Det vil i praksis være usikkerhet både om det har funnet sted et normbrudd, om normbruddet er pågående og om et selskap kan sies å medvirke. Retningslinjene sier at det skal være en «uakseptabel» risiko. Vurderingen her vil konkret være knyttet til hvor trygge banken og Etikkrådet kan være på faktagrunnlaget og til en vurdering av hva som er akseptabel og eventuelt uakseptabel risiko. I boks 11.7 vises det til hvordan Etikkrådet har skrevet om sin forståelse av «uakseptabel risiko». Utvalget har ikke merknader til Etikkrådets forståelse slik den framkommer her.

Etter § 6 i retningslinjene som ble stilt i bero i november i fjor, heter det at banken i vurderinger av om et selskap skal utelukkes blant annet «*kan*» «*legge vekt på sannsynligheten for framtidige normbrudd, normbruddets alvor og omfang, samt forbindelsen mellom normbruddet og selskapet fondet er investert i. 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.*» Utvalget vil framheve disse momentene og har tatt dem inn i §§ 4-5 og 4-6 i nye retningslinjer, jf. kapittel 15. Utvalget foreslår videre at banken ikke bare *kan*, men *skal* tillegge momentene vekt. Det foreslås også at Etikkrådet skal tillegge disse momentene vekt i sine vurderinger av selskaper.

Vurderingene bør som i dag være framoverskuende og legge vekt på at det må være høy risiko for at normbruddet vil vare ved.

Utvalget drøfter for øvrig i kapittel 12 hvordan selskapers salg til egne myndigheter eller etter pålegg fra eller godkjenning av egne myndigheter bør behandles.

Salg av generiske produkter skal normalt ikke omfattes av kriteriene. Kjøpers bruk av produktene er ofte utenfor selgers kontroll. Med generiske produkter menes det her standardprodukter som har legitime anvendelsesformål for kjøperen. Bruk av produktene er ofte utenfor produsentens eller selgers kontroll. Det kan dessuten være flere ledd mellom kjøper og bruker, og mange generiske produkter omsettes i et stort annenhåndsmarked i mange år etter produksjon. Utvalget tilrår at dette eksplisitt inngår som vurderingstema i retningslinjene,. Se også kapittel 15.

Norges Bank må velge virkemidler når banken etter råd fra Etikkrådet kommer til at det foreligger uakseptabel risiko for grove normbrudd. Utvalget tilrår i kapittel 9 at utelukkelse som en hovedregel først bør vurderes etter at andre virkemidler i den ansvarlige forvaltningen er forsøkt. Utvalgets anbefaling bygger blant annet på at Norges Banks kompetanse i arbeidet med ansvarlig forvaltning og eierskapsutøvelse har utviklet seg over tid. I tillegg har fondet og eierandelene blitt større. Fondet har sannsynligvis bedre tilgang til styre og ledelse og trolig noe mer innflytelse til å kunne påvirke og motvirke grove normbrudd i selskapene enn tidligere.

Utvalget er bedt om å vurdere «*om det i anvendelsen av kriteriene bør legges vekt på hvor stor andel av selskapets virksomhet som kan knyttes til eventuelle etiske normbrudd*». Vurderinger av hvor grovt et normbrudd er og om selskapet medvirker til normbruddet, vil i

utgangspunktet ikke være påvirket av hvor stor andel av selskapets virksomhet som kan knyttes til normbruddet. For selskaper der grove normbrudd foregår i en liten del av den samlede virksomheten eller der selskapet har en indirekte tilknytning til normbruddet, vil trolig mulighetene for å påvirke adferden være større enn ellers. Eierskapsutøvelse kan da være særlig egnet overfor slike selskaper.

11.4 Nærmere om adferdskriteriene

11.4.1 Innledning

Kriteriene i § 4 er i stor grad de samme som ble foreslått av Graverutvalget i 2003 og innført i 2004. § 4 bokstav f om klima ble innført i 2016 etter forslag fra ekspertgruppen som vurderte investeringer i kull- og petroleumsselskaper, jf. også kapittel 10. § 4 bokstav c om salg av våpen ble innført i 2021 etter forslag fra Mestadutvalget.[10] § 4 bokstav g om korrupsjon ble fra samme tidspunkt utvidet til også å omfatte økonomisk kriminalitet, også det etter forslag fra Mestadutvalget.[11]

Som vist til i kapittel 5, bygger kriteriene i stor grad på konvensjoner og avtaler som Norge har sluttet seg til. Ifølge Graverutvalget er disse avtalene uttrykk for rettigheter og hensyn som enhver bør respektere og det nærmeste vi kommer det som kan anses som konsensus nasjonalt og internasjonalt. Mestadutvalget sluttet opp om Graverutvalgets vurderinger, men skrev samtidig at konvensjoner ikke dekker alle områdene i retningslinjene like detaljert.[12] Begge utvalgene understreker at det ikke kan settes likhetstegn mellom konvensjonenes rettslige innhold og hvilke etiske plikter de på overordnet plan reflekterer.

De konvensjonene som retningslinjene viste til for 22 år siden, gjelder også i dag. I tillegg har noen blitt videreutviklet og nye kommet til, blant annet innen natur, klima og urfolks rettigheter. Norges Banks ansvarlige forvaltning er i tråd med ikke-rettslig bindende standarder og retningslinjer fra OECD og FN. Rammeverkene fra OECD og FN bidrar til å oversette flere av de temaene som konvensjonene omhandler, til retningslinjer for selskaper og investorer, men heller ikke de setter terskler for hva som er uakseptabel adferd. OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper ble sist revidert i 2023, jf. kapitlene 5 og 6.

Den politiske utviklingen har blitt mer krevende og konfliktfylt i verden de senere årene, jf. kapittel 8. Det er tegn til at den internasjonale oppslutningen om deler av normgrunnlaget og kriteriene som det etiske rammeverket bygger på, svekkes. Særlig vil dette være tydelig jo mer detaljorientert de rettslige tolkningene av konvensjonenes innhold blir. Enkelte land trekker seg fra konvensjoner og avtaler, og den rettslige tolkningen av dem vil kunne påvirkes, jf. kapittel 10.

[10] NOU 2020: 7 Verdier og ansvar, s. 190–192.

[11] NOU 2020: 7, s. 197–199.

[12] NOU 2020: 7, s. 157.

11.4.2 Menneskerettighetskriteriet (§ 4 bokstav a)

For menneskerettighetskriteriet er normgrunnlaget gjenspeilet i det overordnede innholdet i internasjonale konvensjoner. Ifølge kriteriet skal det være *«grove eller systematiske krenkelser av menneskerettighetene»* som kan føre til utelukkelse. Rettighetene som er kommet til uttrykk i internasjonale konvensjoner om menneskerettigheter, vil på et overordnet plan gi uttrykk for verdier det er konsensus om nasjonalt som internasjonalt. Kriteriet er imidlertid ikke rettslig, og det praktiseres ikke som det. Rettslig kildemateriale kan gi en viss veiledning for de etiske vurderingene som gjøres, men det settes ikke likhetstegn mellom konklusjoner som trekkes på rettslig grunnlag og etisk grunnlag. Terskelen er høy; det må på etisk grunnlag vurderes at det foreligger «grove» eller «systematiske» brudd.

Det er i alt avgitt 35 tilrådinger om utelukkelse og observasjon av selskaper på bakgrunn av krenkelser av menneskerettighetene, seks av dem i kombinasjon med miljøkriteriet. Av disse handler 21 om krenkelser av arbeidstakerrettigheter, herunder barnearbeid og tvangsarbeid. I tillegg har det vært saker om urfolks rettigheter.

Mestadutvalget omtalte urfolks rettigheter særskilt i sin utredning som et område der det hadde vært en utvikling i normgrunnlaget siden de etiske retningslinjene ble etablert. Erklæringen om urfolks rettigheter ble vedtatt av FNs generalforsamling i 2007.[13]

Videre viste Mestadutvalget blant annet til at bruk av ny teknologi og særlig overvåkingsteknologi i økende grad utfordret menneskerettighetene i flere land. Dette var ikke en aktuell problemstilling da Graverutvalget arbeidet.

Utvalget legger til grunn at det også framover vil skje en utvikling i hva som antas å være menneskerettslige anliggender, blant annet i form av nye konvensjoner på nye områder, som kan gi overordnet veiledning for kriteriet. Det er også grunn til å anta at en fortsatt teknologisk utvikling vil kunne utfordre menneskerettighetene, som for eksempel innen kunstig intelligens (KI) og autonomi. Ny teknologi gir store muligheter, men den kan misbrukes på måter som vil stride mot menneskerettighetene og andre kriterier i retningslinjene.

11.4.3 Miljøkriteriet (§ 4 bokstav e)

Det er til sammen avgitt 44 tilrådinger om utelukkelse og observasjon av selskaper etter miljøkriteriet. Noe over halvparten av sakene gjelder tap av naturmangfold, for eksempel som følge av avskoging, trusler mot arter eller inngrep i særlig sårbare områder. De øvrige gjelder forurensning. I forurensningssakene har Etikkrådet lagt til grunn at miljøskadene som er vurdert er uopprettelige eller langvarige og har betydelige negative konsekvenser for menneskers liv og helse. Sakene om naturmangfold vil kunne ha FNs konvensjon om

[13] FNs erklæring om urfolks rettigheter, vedtatt av FNs generalforsamling 13. september 2007.

biologisk mangfold som referansepunkt for de etiske vurderingene. Naturmangfold er, i likhet med klima, blitt et mer aktuelt tema enn da Graverutvalget la fram sin utredning.[14]

Ifølge flere av tilrådingene er manglende miljøkrav i nasjonal lovgiving og svak eller manglende lokal håndhevelse grunn til at skadeomfang oppstår og forverres over tid. Dette gjelder særlig i saker om forurensning. Selskapet kan i det vesentlige ha en bærekraftig virksomhet, men samtidig eie for eksempel gruvevirksomhet som påfører miljøet og omgivelsene alvorlig miljøskade i et land uten tilstrekkelig miljøregulering. Miljøskaden knytter seg typisk til en avgrenset del av virksomheten som kan rettes opp eller avhendes uten at selskapets forretningsmodell endres og med bare mindre virkninger på selskapets inntjening. Det er grunn til å tro at slike selskaper er mottakelige for argumenter og at dialog og en langsiktig eierskapsutøvelse er et egnet virkemiddel. Ved å utøve eierskap kan banken motvirke selskapets normbrudd. Det kan skje ved at selskapet gjennomfører avbøtende tiltak, eller ved at det selger den aktuelle virksomheten.

Dersom eieroppfølgingen kan lede til salg, bør banken også ha i mente at skaden kan bli stor dersom kjøper legger mindre vekt på miljøforhold. Saker om naturmangfold har gjerne hatt en annen karakter der selskapets kjerneaktivitet har vært nærmere normbruddet. Bankens utgangspunkt bør uansett være at fondet ikke skal være investert i selskaper når det er uakseptabel risiko for at selskapet medvirker til grove normbrudd. Som hovedregel skal eierskapsutøvelse prøves for å motvirke dette.

11.4.4 Klimakriteriet (§ 4 bokstav f)

Som vist til i kapittel 10 mente en ekspertgruppe som Finansdepartementet nedsatte i 2014 etter anmodning fra Stortinget at eierskapsutøvelse og dialog er de viktigste virkemidlene for å håndtere klimaspørsmål i forvaltningen av SPU. Gruppen mente at det må kunne forventes at selskapene i porteføljen oppfyller visse minimumsstandarder for hvordan deres virksomhet påvirker klimaet. Ekspertgruppen anbefalte å innføre et kriterium for å kunne utelukke eller sette til observasjon selskaper som har en adferd som ikke når opp til slike forventninger. Finansdepartementet fulgte dette opp, og kriteriet ble innført i 2016 sammen med kullkriteriet.

Klimakriteriet er rettet mot selskaper som har høye absolutte utslipp og samtidig høye utslipp relativt til sammenliknbare selskaper. Kriteriet ha vist seg vanskelig å praktisere.[15] Det er nødvendig å ha tilgang til detaljert informasjon om selskapenes virksomhet og planer, og sammenhenger og sammenlikninger på bransje- og selskapsnivå må analyseres.[16] Mangel på

[14] Jf. blant annet FNs naturpanels rapport om den globale naturtilstanden: IPBES (2019), Global Assessment Report on Biodiversity and Ecosystem Services, 29. mai 2019.

[15] Se blant annet omtale i Meld. St. 26 (2016–2017) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2016 og Meld. St. 20 (2018–2019) Statens pensjonsfond 2019.

[16] Norges Bank (2021), brev til Finansdepartementet 20. desember 2021 om erfaringer med klimakriteriet, og Etikkrådet for Statens pensjonsfond utland (2021), brev til Finansdepartementet 14. desember 2021 om evaluering av klimakriteriet.

data for mange selskaper fører her til at en behandler like selskap ulikt. Norges Bank fikk på denne bakgrunn initiativrett til å identifisere selskaper etter kriteriet i 2022.

Finansdepartementet har lagt til grunn at det i likhet med de andre kriteriene skal være en høy terskel for utelukkelse og at anvendelsen skal tilpasses utviklingen i energiproduksjon, teknologi og i nasjonale og internasjonale klimarammeverk. Det skal tas med i vurderingen om selskapet har troverdige planer om å redusere utslippsintensiteten framover. Selskaper som omfattes av et stramt klimarammeverk som EUs kvotesystem, skal i utgangspunktet ikke anses å ha utslipp som innebærer en uakseptabel adferd.

I alt er fire kanadiske selskaper som utvinner olje fra oljesand, i dag utelukket etter klimakriteriet. Flere selskaper som kunne vært aktuelle, er utelukket etter kullkriteriet.[17]

At det bare er kanadiske selskaper som er utelukket, gjenspeiler hvor vanskelig kriteriet er å praktisere. Canada er blant de fremste i klimapolitikken. En føderal lov om karbonprising ble innført i 2019, og oljesandsproduksjon i Alberta er omfattet av loven.[18] Avgiftsnivå og utslippskrav følger føderale minstestandarder. Under Paris-avtalen har Canada forpliktet seg til å redusere utslippene med 40 til 45 prosent fra 2005-nivå innen 2030, og landet har vedtatt mål om netto nullutslipp innen 2050. Canada har innført egne regler for å redusere metanutslipp fra olje- og gassektoren med 75 prosent fra 2014-nivå innen 2035.

SPU er bygget opp på grunnlag av inntekter fra olje- og gassutvinning. Selv om Norge har en aktiv klimapolitikk som tar sikte på å være i tråd med Paris-avtalen, kan dette kriteriet lett oppfattes dithen at vi har doble standarder når vi sier til selskaper at de ikke skal produsere eller bruke produkter som likner på det vi selv produserer mye av.[19]

Utvalget mener det bør være et klimakriterium i rammeverket også framover. Hensyn til klima har i lang tid vært sentralt i Norges Banks ansvarlige forvaltning og ytterligere styrket de senere årene. Norges Bank publiserte et forventningsdokument om klima i 2009 og har siden revidert dette flere ganger. Norges Bank forventer at selskaper i arbeidet med langsiktige forretningsstrategier vurderer risiko og lønnsomhet basert på ulike klimascenarioer, både regulatoriske og fysiske. Selskaper forventes å legge til grunn ulike scenarioer for hvilken klimapolitikk som vil føres, hvordan karbonutslipp vil prises og hvordan miljøbetingelser ellers vil kunne bli. I 2021 utga banken et forventningsdokument om biologisk mangfold og bærekraftig utvikling, og i 2025 ble natur en integrert del av klimahandlingsplanen. Disse forventingene følges ifølge Norges Bank opp gjennom dialog med selskaper, risikoanalyser og i arbeidet opp mot standardsettere.

---

[17] Meld. St. 9 (2021–2022) Statens pensjonsfond 2022.

[18] Greenhouse Gas Pollution Pricing Act (Canada, 2018).

[19] Rene oppstrøms olje- og gasselskaper er tatt ut av SPUs referanseindeks og investeringsunivers. Det ble gjort av økonomiske grunner for å redusere norsk økonomis samlede eksponering mot oljeprisrisiko, jf. Meld. St. 14 (2018–2019) Energiaksjer i Statens pensjonsfond utland. ConocoPhillips, EOG Resources (begge amerikanske) og Canadian Natural Resources (kanadisk) er de største blant disse. Integrerte olje- og gasselskaper er ikke tatt ut. Det betyr at de største petroleumsselskapene, som ExxonMobil, Shell og TotalEnergies, fortsatt er i fondet.

I forventningsdokumentet skriver Norges Bank blant annet:

> *«In severe cases, companies which do not respond to engagement will be candidates for assessment under the climate-related conduct exclusion criterion.*»

Utvalget er enig i denne tilnærmingen.

Utvalget foreslår ikke å endre ordlyden i klimakriteriet, men mener anvendelsen bør vurderes kritisk framover, se omtale ovenfor av de kanadiske oljeprodusentene. Eierskapsutøvelse bør være hovedvirkemiddelet for banken for å håndtere hensynet til klima.

Norges Banks arbeid med klimarisiko i forvaltningen av SPU ellers er beskrevet i boks 11.1.

Boks 11.1 Norges Banks arbeid med klimarisiko

Finansdepartementet satte i 2021 ned en ekspertgruppe for å utrede hvordan risiko og muligheter som følge av klimaendringer, klimapolitikk og det grønne skiftet kunne håndteres av investorer som SPU. Ekspertgruppen anbefalte å ta inn nye bestemmelser om klimarisiko i mandatet for forvaltningen av SPU. Dette ble fulgt opp av Finansdepartementet i 2022.[1]

Norges Bank la fram en klimahandlingsplan i 2022 etter at nye bestemmelser ble tatt inn i mandatet. Denne er senere oppdatert og strekker seg nå til 2030.[2]

I planen beskriver banken tiltak for å bidra til å forbedre markedsstandarder, gjøre porteføljen bedre i stand til å håndtere klimarisiko og støtte selskapers arbeid gjennom eierskapsutøvelse. Banken skriver at den legger vekt på å ha dialog med de selskapene i porteføljen som har høyest utslipp, om hvordan de skal oppnå netto nullutslipp innen 2050.

Banken har opprettet et eksternt rådgivende utvalg om klimarisiko med medlemmer med kunnskap om klimarisiko, markedsstandarder og finans.

Norges Bank deltar i flere organisasjoner og initiativer for å bidra til utvikling av gode standarder for selskaper og investorer om ulike problemstillinger om bærekraft. Norges Bank støtter også klimarelatert forskning som er relevant for finansmarkeder og fondet.

Banken foretar risikobaserte nedsalg innenfor rammene av fondets forvaltningsmandat. Ved utgangen av 2025 hadde Norges Bank i sitt aktive risikobaserte mandat solgt seg ut av 195 selskaper med en samlet markedsverdi på 20 milliarder kroner ut fra en vurdering blant annet på selskapenes håndtering av klimarisiko.

Norges Bank rapporterer om sitt klimaarbeid blant annet i tråd med anbefalingene fra TCFD.[3] Norges Bank benytter ulike metoder for å måle og rapportere om klimarisiko. Banken gjennomfører stresstester basert på scenarioer for framtidig utvikling. Banken beregner karbonutslipp fra selskapene i porteføljen, porteføljens implisitte temperaturøkning og andelen av aksjeporteføljen som er investert i selskaper med inntekter fra aktivitet og produkter som bidrar til å løse klimautfordringene. Norges Banks arbeid med klimarisiko omtales nærmere i den årlige rapporten om ansvarlig forvaltning.[4]

[1] Klimarisiko og Oljefondet, rapport fra ekspertgruppe nedsatt av Finansdepartementet, 15. august 2021.

[2] Norges Bank Investment Management (2025), «Klimahandlingsplan 2030». Tilgjengelig på nbim.no.

[3] Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD) er en arbeidsgruppe nedsatt av Rådet for finansiell stabilitet (Financial Stability Board) i 2015. TCFD har utarbeidet rammeverk og anbefalinger for rapportering om klimarelatert risiko. Hensikten er blant annet å hjelpe selskaper til å identifisere klimarelaterte trusler og muligheter. Arbeidsgruppen la fram sine anbefalinger sommeren 2017. TCFD har siden publisert flere statusrapporter om gjennomføringen av anbefalingene og utgitt flere veiledningsdokumenter, sist i 2021 der det er lagt mer vekt på overgangsplaner og framoverskuende indikatorer og måltall.

[4] Norges Bank (2026), Ansvarlig forvaltning 2025.

11.4.5 Korrupsjonskriteriet (§ 4 bokstav g)

Korrupsjon i selskaper kan tyde på svikt i selskapers etterlevelsessystemer. Siden de etiske retningslinjene ble etablert, har krav og forventninger til selskapers etterlevelse og arbeid med antikorrupsjon generelt økt. Kriteriet er ment å omfatte korrupsjon som er systematisk og omfattende og som kan være til skade også utover selskapets egen forretningsdrift. Kriteriet ble i 2021 utvidet etter forslag fra Mestadutvalget til også å omfatte grov økonomisk kriminalitet.

Fem selskaper er utelukket fra fondet etter korrupsjonskriteriet, mens ni selskaper er eller har vært til observasjon. Ett av disse er satt til observasjon for annen grov økonomisk kriminalitet. Tre selskaper har også blitt fulgt opp gjennom eierskapsutøvelse på grunnlag av en tilråding om observasjon fra Etikkrådet, mens ett selskap har blitt gjenstand for eierskapsutøvelse etter tilråding om utelukkelse, se omtale i boks 9.2.

Korrupsjon og økonomisk kriminalitet er straffbart i de aller fleste land og skjer i det skjulte. Slik adferd kan også ha andre rettslige konsekvenser enn straff, som kontraktsrettslige og arbeidsrettslige virkninger for dem som står for normbruddene. Saker er som regel blitt kjent for Etikkrådet og Norges Bank først når nasjonale myndigheter offisielt åpner etterforskning eller når media avdekker forholdene. De viktigste informasjonskildene for Etikkrådet har derfor vært forskjellige typer rettsdokumenter, medieartikler og, unntaksvis, rapporter fra organisasjoner i sivilsamfunnet. Selskapene som Etikkrådet har gitt råd om, er stort sett fra OECD-medlemsland, men normbruddene har i hovedsak funnet sted i framvoksende og lite utviklede markeder.

I land med velfungerende rettssystemer blir korrupsjonssaker normalt avklart gjennom rettsapparatet. Det kan likevel være selskaper Norges Bank bør følge opp videre i eierskapsdialogen for å bidra til en god virksomhetsstyring.

For en investor er korrupsjon i stater med mindre utviklede rettssystemer et større problem. Hvis rettsapparatet ikke griper inn når selskaper involveres i korrupsjon, kan banken bruke sin innflytelse til å motvirke denne adferden. Dersom selskapene ikke responderer på Norges Banks langsiktige dialog med dem, mener utvalget at også utelukkelse bør være aktuelt. Det kan for eksempel gjelde selskaper med virke i land med svake rettssystemer som viser et mønster av korrupt adferd som del av sin forretningsstrategi, og der langsiktig eierskapsutøvelse ikke gir resultater.

De sakene som Etikkrådet har vurdert etter dette kriteriet, har handlet om selskaper som gjennom bestikkelser har vunnet kontrakter og anbud. Slik virksomhet er klart i strid med god virksomhetsstyring og utgjør en finansiell risiko for eierne. Det legges til grunn at forvaltere er særlig oppmerksomme når de aner slik adferd. Det er i kjernen av Norges Banks ansvarlige forvaltning.

11.4.6 Andre særlig grove brudd på etiske normer (§ 4 bokstav h)

Denne bestemmelsen omfatter saker som ikke naturlig faller inn under de øvrige punktene, men der normbrudd er like alvorlige som under de andre kriteriene. Kriteriet har for det meste

vært anvendt på selskaper som driver naturressursutvinning i Vest-Sahara, men det kan brukes også på helt andre forhold.

Det er avgitt elleve tilrådinger etter dette kriteriet. Sakene gjaldt selskaper som på langtidskontrakt kjøper fosfat fra Vest-Sahara, petroleumsprospektering offshore Vest-Sahara, leveranse av stål til den russiske forsvarsindustrien, og leveranse av et overvåkningssystem til separasjonsbarrieren på delvis okkupert territorium på Vestbredden.

Utvalget er enig i at det ikke er hensiktsmessig å lage retningslinjer som omfatter flere saksforhold som kan være grunnlag for utelukkelse fra SPU. Derfor mener utvalget at det fortsatt bør gå fram av rammeverket at også andre særlig grove normbrudd skal omfattes av kriteriene. Et eksempel på saksforhold som også kan tenkes å falle innenfor dette kriteriet, er grove brudd på dyrevelferd.

11.5 Om å oppheve utelukkelser

Etikkrådet anbefaler å oppheve utelukkelser når ny informasjon viser at grunnlaget ikke lenger er til stede. Grunnlaget for videre utelukkelse vurderes minst årlig. Opphevelse kan skje dersom selskapet har forbedret praksis eller avviklet eller solgt virksomheten som lå til grunn for utelukkelsen, se boks 11.2.

I perioden 2006 til og med første halvår 2025 ble 51 utelukkelser opphevet.[20] Tiden fra utelukkelse til opphevelse har variert. Om lag halvparten av utelukkelsene ble opphevet innen fem år, mens ti av utelukkelsene varte i mer enn ti år før de ble opphevet.

Utvalget mener det er viktig å følge utviklingen i selskaper som er blitt utelukket og vurdere om grunnlaget for beslutningen fortsatt er til stede. For noen av selskapene fondet etter en fornyet vurdering har kjøpt opp igjen, kunne muligens eierskapsutøvelse vært egnet for å påvirke selskapet.

[20] Dette inkluderer også opphevelser av utelukkelser av selskaper som var utelukket etter produktkriteriene. For fire selskaper er grunnlaget for utelukkelse endret fra ett kriterium til et annet.

Boks 11.2 Opphevelse av utelukkelser

Etikkrådet skal etter de etiske retningslinjene «ha rutiner for å vurdere om grunnlaget for observasjon eller utelukkelse fortsatt er til stede». Basert på ny informasjon kan Etikkrådet anbefale banken at observasjon eller utelukkelse oppheves. Banken kan også be Etikkrådet vurdere om grunnlaget fortsatt er til stede.

I alt er 48 beslutninger om utelukkelser blitt opphevet. Retningslinjene er framoverskuende. Utelukkelse skal hindre at fondet medvirker til grovt uetiske forhold, ikke straffe tidligere handlinger. Faller grunnlaget bort, skal utelukkelsen oppheves.

Både utelukkelser etter produktkriteriene og adferdskriteriene er blitt opphevet: 29 etter produktkriteriene og 22 etter adferdskriteriene.

Under produktkriteriene har grunnlaget oftest falt bort ved at selskapet har avviklet eller solgt virksomheten utelukkelsen bygget på, for eksempel produksjon av klasevåpen, kjernevåpen eller tobakk. Dette har vært tilfellet for om lag tre av fem opphevelser. Videre gjelder ti opphevelser selskaper som ikke lenger oppfylte vilkårene under kullkriteriet.

Også under adferdskriteriene har grunnlaget for utelukkelsene i de fleste sakene falt bort fordi selskapet har avsluttet eller solgt virksomheten som utelukkelsen bygget på. Dette har vært tilfellet for om lag to av tre opphevelser. Eksempler er selskaper som avsluttet letevirksomhet i Vest-Sahara, eller som solgte eierandeler i gruver og plantasjer.

I fem tilfeller er utelukkelsen blitt opphevet fordi selskapet har endret adferd. Ett av dem er Walmart, som ble utelukket i 2006 for medvirkning til grove eller systematiske krenkelser av menneskerettighetene i egen virksomhet og i leverandørkjeden. Da utelukkelsen ble opphevet i 2019, la Etikkrådet vekt på at selskapets systemer for kontroll med leverandører var vesentlig forbedret. Risikoen for medvirkning ble ikke lenger ansett som uakseptabel. Videre er to rederier tatt inn igjen i fondets investeringsunivers fordi de sluttet med å avhende utrangerte skip til opphugging på strender, såkalt «beaching».

Tiden fra utelukkelse til opphevelse varierer betydelig, fra knapt et halvt år til 16 år. Gjennomsnittet blant alle opphevelsene er rundt seks år. Utelukkelser etter produktkriteriene har i gjennomsnitt vart noe lenger enn utelukkelser etter adferdskriteriene, omtrent syv år mot fem år i gjennomsnitt.

11.6 Observasjon som virkemiddel

Observasjon som virkemiddel ble tatt i bruk første gang i 2009. Etikkrådet hadde tilrådd å utelukke Siemens AG. Finansdepartementet påla i stedet Etikkrådet og Norges Bank å observere selskapet i en periode på inntil fire år. Selskapet hadde vært involvert i korrupsjon, men var i ferd med å gjennomføre tiltak som kunne redusere risikoen for nye

korrupsjonshendelser.[21] Departementet la i stortingsmeldingen i 2009 opp til å formalisere bruk av observasjon som virkemiddel:

> *«En beslutning om å sette et selskap til observasjon kan i gitte tilfeller være et godt alternativ, fordi dette kan antas å bidra til at selskapet endrer sin atferd eller til at selskapet gir mer informasjon som kan avklare situasjonen. Bruken av observasjonsliste antas å være særlig egnet der det er stor usikkerhet om utviklingen framover i tid.»*[22]

Ifølge Mestadutvalget ble observasjon beskrevet som et «gult kort» og det ble også lagt vekt på signaleffekten offentlig observasjon kan ha for andre selskaper.[23] Stortinget støttet forslaget, men finanskomiteen uttalte i sin innstilling at observasjon ikke skulle erstatte utelukkelse i et stort antall saker.[24]

Observasjon ble på denne bakgrunn innført som et separat virkemiddel i 2010. Etter § 6 femte ledd i retningslinjene for observasjon og utelukkelse av selskaper fra SPU kunne Norges Bank beslutte observasjon *«der det er tvil om vilkårene for utelukkelse er oppfylt, om utviklingen framover i tid eller der det av andre årsaker finnes hensiktsmessig.*»

Etikkrådet har gitt råd om utelukkelse eller observasjon etter adferdskriteriene, mens Norges Bank har fattet beslutning om virkemiddelbruk. Etikkrådet har fulgt opp selskaper som Norges Bank har satt til observasjon gjennom skriftlig korrespondanse og dialog med selskapet, og rådet har rapportert om utviklingen i selskapene. Observasjonene har som regel endt med at Etikkrådet har anbefalt at observasjonen oppheves, i noen tilfeller etter en forlengelse av observasjonsperioden. I et par tilfeller har selskaper under observasjon senere blitt anbefalt utelukket.

Selskaper som Etikkrådet har observert, har ifølge Etikkrådet gitt mer informasjon enn de gjorde før de ble satt til observasjon.[25] De fleste selskapene har ifølge rådet også iverksatt tiltak i løpet av observasjonsperioden for å redusere risikoen for normbrudd.

Utvalget foreslår at eierskapsutøvelse og andre virkemidler i den ansvarlige forvaltningen som en hovedregel skal prøves før utelukkelse vurderes, se kapittel 9. Observasjon er en form for eierskapsutøvelse av Etikkrådet. Når Etikkrådet nå skal gi risikovurderinger til banken uten å tilrå virkemiddel, og med økt vekt på Norges Banks eierskapsutøvelse, vil det ikke lenger være hensiktsmessig at rådet fortsatt skal ha en slik oppgave. Utvalget mener observasjon som eget virkemiddel bør bortfalle. Selskaper som tidligere er satt til observasjon, bør i stedet inngå i Norges Banks eierskapsutøvelse. Dette innebærer at selskapene vil kunne forholde seg til én representant fra en og samme eier, ikke to.

---

[21] St.meld. nr. 20 (2008–2009), s. 88.

[22] St.meld. nr. 20 (2008-2009), s. 91.

[23] NOU 2020: 7, s. 201.

[24] Innst. S. nr. 277 (2008–2009), s. 15.

[25] NOU 2020: 7, s. 203–204.

Selskaper som er under observasjon i dag, bør, i tråd med dette, framover inngå i Norges Banks eierskapsutøvelse.

Boks 11.3 Adferdskriteriene

§ 1 i retningslinjene[1] for observasjon og utelukkelse lød:

«Formålet med retningslinjene for observasjon og utelukkelse av selskaper fra Statens pensjonsfond utland (retningslinjene) er å unngå at fondet er investert i selskaper som forårsaker eller medvirker til alvorlige krenkelser av grunnleggende etiske normer som fastsatt i disse retningslinjene § 3 og § 4.»

§ 4 om adferdskriteriene lød:

«§ 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. grov korrupsjon eller annen grov økonomisk kriminalitet

h. andre særlig grove brudd på grunnleggende etiske normer.»

[1] Alle henvisninger til retningslinjene er slik de var før de midlertidige retningslinjene trådte i kraft 7. november 2025.

Boks 11.4 Terskel for å utelukke et selskap

Grove, alvorlige og systematiske

Både Graverutvalget og Mestadutvalget understreket at terskelen for å utelukke selskaper skal være høy. Bare «de groveste former» for normbrudd skal kvalifisere for uttrekk. De benyttet flere ulike betegnelser for å beskrive hvilke normbrudd som skal kvalifisere for utelukkelse.

Etter § 4 i de tidligere retningslinjene for observasjon og utelukkelse skal normbruddene være «grove», «særlig grove», «grove eller systematiske», «alvorlige», «alvorlige og systematiske» eller handlingen skal være «uakseptabel» for at normbruddet skal kvalifisere for utelukkelse.

«Grov» og «alvorlig» kan forstås som synonymer. Verken Graverutvalget eller Mestadutvalget gjorde rede for likheter eller forskjeller mellom dem eller hvorfor det ene eller det andre ble valgt. Graverutvalget var heller ikke konsistent i bruken, og skriver for eksempel både «grove miljøødeleggelser», «alvorlig miljøskade» og «bevisste eller grovt alvorlige miljøskader».

I ett av kriteriene, bokstav h, heter det at brudd på etiske normer skal være «særlig grove». Det angir en høyere terskel enn bare grove. Etter bokstav c om salg av våpen skal normbruddet være «alvorlige og systematiske». Også dette angir en høyere terskel enn å bare bruke alvorlige. I bokstav a om krenkelser av menneskerettighetene heter det «grove eller systematiske». Her trenger ikke krenkelsene være grove dersom de er systematiske.

Det er derfor noen nyanser og gradsforskjeller i alvor og grovhet mellom de ulike kriteriene. Hva de nærmere betyr, er fastlagt gjennom mange års praksis.

Normbrudd og krenkelser mv.
Bruddene beskrives videre som «krenkelser» av menneskerettighetene eller individers rettigheter i krig og konflikt, «brudd» på folkerettens regler eller brudd på grunnleggende etiske «normer» mv. Dette er betegnelser som alle beskriver brudd på etiske normer i en eller annen forstand.

Utvalget viderefører ordlyden i de ulike kriteriene i forslag til mandat. I teksten i denne utredningen brukes som regel betegnelsen «grove normbrudd» som en fellesbetegnelse for alle de ulike nyansene. Det er da ikke meningen å endre meningsinnhold fra tidligere betydninger og praksis.

Boks 11.5 Etikkrådets forståelse av hva som er grovt og systematisk mv.

Ifølge adferdskriteriene kan selskaper vurderes utelukket dersom de medvirker til «grove eller systematiske» krenkelser av menneskerettighetene, «alvorlige» krenkelser i krig og konflikt, «alvorlig» miljøskade, «grov» korrupsjon og «andre særlig grove brudd på grunnleggende etiske normer». I denne boksen er det vist til hvordan Etikkrådet har omtalt disse begrepene.

Om «grove» eller «systematiske» krenkelser av menneskerettighetene

I sin Årsmelding 2018 skriver Etikkrådet:

> *«Terskelen for utelukkelse er i utgangspunktet høy, og det er kun kvalifiserte menneskerettighetsbrudd som tas i betraktning. Menneskerettighetsbrudd kan etter retningslinjenes ordlyd være kvalifiserte dersom de er «grove» eller «systematiske». Grove brudd gjelder særlig brudd som rammer fysisk integritet – tortur, drap, frihetsberøvelse, de verste former for barnearbeid, tvangsarbeid og lignende.»*[1]

I samme årsmelding skriver rådet om hva som ligger i «systematisk»:

> *«At menneskerettighetskrenkelser er systematiske, innebærer at bruddene har et betydelig omfang. Det kan innebære at normbruddene er tallrike, at det er forskjellige typer rettigheter som krenkes, eller at de foregår i flere enheter i selskapet. At menneskerettighetsbrudd er systematiske, innebærer altså at slike krenkelser ikke fremstår som isolerte brudd, men utgjør et handlingsmønster.»*[2]

Om forholdet mellom «grovt» og «systematisk» står det videre:

> *«Rådet har i sin praksis lagt til grunn at dersom menneskerettighetsbrudd er grove, kan det være tilstrekkelig med noen få brudd for at et selskap skal utelukkes fra fondet, mens bruddene ikke behøver å være like grove hvis de er systematiske for å kvalifisere for utelukkelse.»*[3]

Den samme avveiingen gjentas i flere av rådets tilrådinger. I tilrådingen om selskapet Luthai Textile fra 2018 skrev Etikkrådet blant annet:

> *«Det er snakk om tallrike normbrudd, det er ulike kategorier rettigheter som krenkes, og praksisen synes å være utbredt i tid og i flere av selskapets fabrikker. Etter rådets oppfatning tyder dette på et handlingsmønster som tilsier at normbruddene er systematiske.»*[4]

Om «alvorlig» miljøskade

I sin Årsmelding 2006 skriver rådet blant annet:

> *«I vurderingen av hva som er alvorlig natur- og miljøskade, legger rådet til grunn at skaden må være stor, og det må legges vekt på, men ikke begrenses til, om den medfører irreversible endringer eller har store negative konsekvenser for menneskers liv og helse. Skadene kan omfatte både tap av natur- og miljøverdier og menneskers leveområder. Sannsynligheten for fremtidige skadevirkninger må også vurderes.»* [5]

I Etikkrådets tilråding om utelukkelse av Rio Tinto i 2024 heter det:

> *«I vurderinger av alvorlig miljøskade legger rådet normalt vekt på om skaden er stor, om den medfører irreversible eller langsiktige virkninger, om den er et resultat av brudd på nasjonale lover eller internasjonale normer og hva selskapet har gjort for å forhindre eller rette opp skade. Videre vurderer rådet risikoen for at selskapets praksis vil fortsette.»*[6]

Om «grov» korrupsjon

Om korrupsjonskriteriet har rådet tolket «grov» med at korrupsjonen er systematisk eller omfattende. I sin Årsmelding 2008 skriver rådet:

> *«Vilkåret i punkt b) krever at selskapet kan anses ansvarlig for at korrupsjonshandlingene er utført på en systematisk eller omfattende måte. Kravet om systematikk innebærer at selskapet kan kobles til mange korrupsjonshandlinger som er satt i system. Et sentralt moment når det gjelder kravet om at korrupsjonen må være omfattende, er at korrupsjonen omfatter store beløp. De ulike korrupsjonshandlingene vurderes kumulativt.»*[7]

I Etikkrådets tilråding i 2016 om PetroChina, heter det:

> *«I saker om passiv korrupsjon legger rådet særlig vekt på at korrupsjonen synes å være utbredt i virksomheten, og at ansatte på høyt nivå er direkte involvert. … Når mange av selskapets tidligere ledere er anklaget for grov korrupsjon som skal ha funnet sted over lang tid, skjerpes disse kravene ytterligere. Det er selskapet som må godtgjøre at det arbeides tilstrekkelig effektivt for å forhindre korrupsjon.»*[8]

Om «alvorlige» og «systematiske» krenkelser av individers rettigheter i krig og konflikt

Etikkrådet har avgitt nokså få tilrådinger under § 4 b og derfor i mindre grad utdypet begrepet «alvorlig». Innholdet hviler i stor grad på humanitærretten og forarbeidene. For det nyere kriteriet fra 2021 om salg av våpen (§ 4 c) kreves det at bruddene er både alvorlige og systematiske. I sin Årsmelding 2024 skriver rådet:

> *«Etter retningslinjenes ordlyd må det dreie seg om brudd på humanitærretten som både er alvorlige og systematiske. Av forarbeidene fremgår det at kriteriet skal gjelde våpen som særlig kan ramme sivile.»*[9]

Om «andre særlig grove brudd på grunnleggende etiske normer»

Etikkrådet har anvendt dette der handlingen ikke klart fanges av de øvrige kriteriene, for eksempel ved Kerr-McGees petroleumsvirksomhet i Vest-Sahara. I sin Årsmelding 2006 skriver rådet:

> *«Selv om det kan være uklart om letevirksomheten utenfor Vest-Sahara utgjør et direkte brudd på folkeretten, har Etikkrådets vurdering vært at medvirkning til slik virksomhet i alle fall må anses som et grovt brudd på grunnleggende etiske normer og dermed omfattes av fondets etiske retningslinjer.»*[10]

[1] Etikkrådets Årsmelding 2018, s. 48.

[2] Etikkrådets Årsmelding 2018, s. 48.

[3] Etikkrådets Årsmelding 2018, s. 48.

[4] Etikkrådets Årsmelding 2018, s. 36.

[5] Etikkrådets Årsmelding 2006, s. 41.

[6] Tilrådning om å utelukke Rio Tinto PLC og Rio Tinto Ltd fra Statens pensjonsfond utland (2024), s. 2.

[7] Etikkrådets Årsmelding 2008, s. 47.

[8] Tilrådning om å utelukke PetroChina Co Ltd. fra Statens pensjonsfond utland (2016), s. 1.

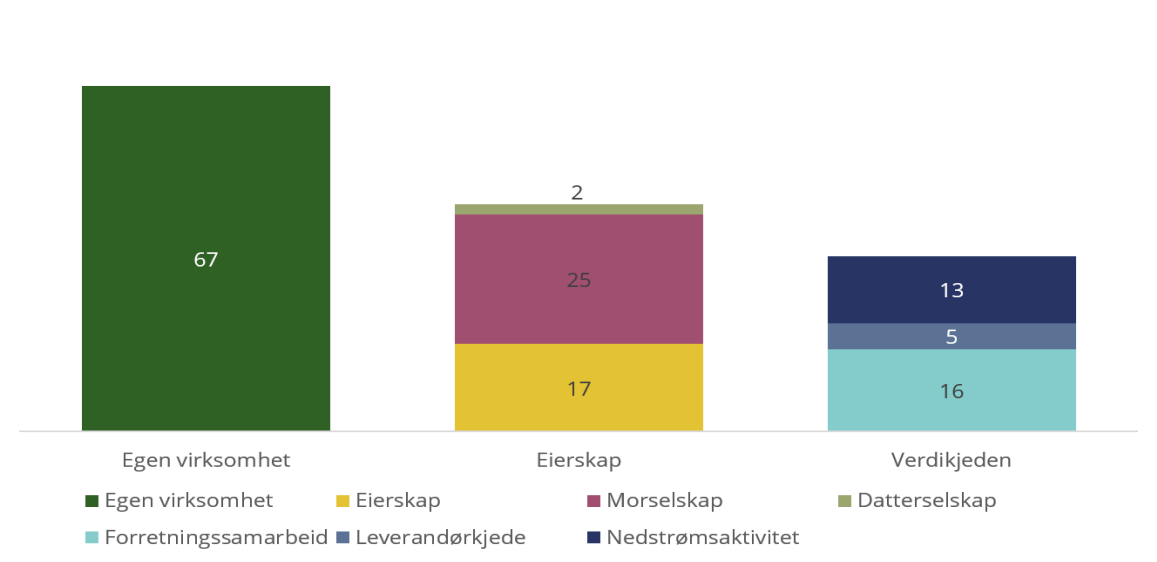
[9] Etikkrådets Årsmelding 2024, s. 24.

[9] Etikkrådets Årsmelding 2006, s. 68.

Boks 11.6 Selskapers tilknytning til normbrudd

Etikkrådet har siden 2005 avgitt 145 tilrådinger om utelukkelse og observasjon etter adferdskriteriene i retningslinjene for observasjon og utelukkelse. Selskaper kunne utelukkes eller settes til observasjon hvis de «*medvirker til eller selv er ansvarlig for*» ulike former for grove normbrudd.

Selskapene har hatt ulik tilknytning til normbruddene. Figur 11.1 illustrerer selskapenes tilknytning til normbrudd etter hovedkategoriene *i egen virksomhet, gjennom eierskap* og *i verdikjeden*. Kategorien *egen virksomhet* omfatter normbrudd med utspring i selskapets egen virksomhet. Kategorien *eierskap* omfatter normbrudd som har foregått i datterselskap der morselskapet har bestemmende innflytelse, i morselskap der datterselskapet også er blitt utelukket, eller i et fellesforetak (*joint venture)* der selskapet har en betydelig eierinteresse. Kategorien *verdikjeden* omfatter normbrudd som selskapet er knyttet til via en forretningsforbindelse, i leverandørkjeden eller nedstrøms hos kunder e.l. Normbruddet skjedde i selskapets egen virksomhet i 67 av de 145 sakene. Resten gjaldt normbrudd gjennom eierskap og i verdikjeden, se figur 11.1.



Figur 11.1 Selskapenes tilknytning til normbruddet i saker etter de adferdsbaserte kriteriene.

Sakene omfatter både tilrådinger om utelukkelse og observasjon. Det framkommer ikke her om Norges Bank avvek fra tilrådingene eller ikke.

Kilde: Norges Bank.

Normbrudd etter adferdskriteriene har skjedd utenfor selskapenes hjemstat i 87 av de 145 sakene, tilsvarende 60 prosent.

Normbruddene har videre vært konsentrert i enkelte land og konfliktområder. Nesten hver tredje sak gjaldt virksomhet i et konfliktområde, i hovedsak Myanmar, Vestbredden og Vest-Sahara.

I tre av fire adferdssaker skjedde normbruddene i land utenfor OECD. Samtidig var litt over halvparten av selskapene hjemmehørende i et OECD-land. Sakene gjelder dermed ofte internasjonale selskaper hjemmehørende i utviklede markeder, med normbrudd knyttet til virksomhet eller forretningsforbindelser i land med svakere regulering og håndheving.

Normbrudd i egen virksomhet

I tilrådinger der normbruddet er gjort i egen virksomhet, har flest saker vært etter kriteriet om alvorlig miljøskade, særlig forurensende gruvedrift og avskoging. I tillegg har flere tilrådinger handlet om grov korrupsjon og grove eller systematiske krenkelser av menneskerettighetene, særlig om uforsvarlige arbeidsforhold. Av tilrådingene som handler om individers rettigheter i krig og konflikt, har normbruddene i denne kategorien i all hovedsak omfattet selskaper som har tatt del i byggingen av de folkerettsstridige bosettingene på Vestbredden, separasjonsmuren eller fysisk infrastruktur på det okkuperte området.

Normbrudd gjennom eierskap

Også tilrådingene der et selskap er knyttet til normbruddet gjennom handlingene til et datterselskap, har i stor grad handlet om forurensende gruvedrift, avskoging og uforsvarlige arbeidsforhold. For selskaper som har vært knyttet til normbruddet gjennom eierskap i et fellesforetak, har forurensende gruvedrift vært framtredende. Det har også vært tilfeller der fellesforetak sammen med statlige aktører har medvirket til normbrudd i konfliktområder. I to tilfeller har datterselskapet blitt utelukket som følge av morselskapets bidrag til normbrudd.

Verdikjeden

Bare fem tilrådinger er avgitt for normbrudd hos leverandører. Alle sakene har handlet om grove eller systematiske krenkelser av menneskerettighetene. Selskapene som er blitt vurdert, har alle vært nokså tett på leverandørene gjennom strategiske avtaler.

I 13 saker har normbruddet skjedd nedstrøms, dvs. ved bruk av selskapets produkter e.l. Seks av disse har vært rederiselskaper som har avhendet utrangerte skip til opphugging på strender i Asia. Fire av sakene har handlet om salg av våpen til statlige aktører i væpnet konflikt.

Totalt 18 av de 37 sakene der normbruddet har skjedd utenfor selskapers egen virksomhet, har vært knyttet til konfliktområder.

Boks 11.7 Etikkrådets forståelse av begrepet «uakseptabel risiko»

Nedenfor vises det til hvordan Etikkrådet skriver om sin forståelse av «uakseptabel risiko» i ulike årsmeldinger:

I årsmeldingen for 2005 skriver rådet:

> *«Det at en risiko er uakseptabel knyttes altså opp til grovheten i handlingen. Selve begrepet risiko er knyttet til graden av sannsynlighet for at uetiske handlinger skal skje i framtiden.»*[1]

Videre står det i samme årsmelding:

> *«Dette betyr for det første at det ikke kreves bevist at medvirkning vil finne sted – det er tilstrekkelig at det foreligger en uakseptabel risiko.»*[2]

I årsmeldingen for 2008 skriver Etikkrådet:

> *«Vurderingen av hva som utgjør «en uakseptabel risiko» for framtidig medvirkning, består i prinsippet av en vurdering av sannsynligheten for at den uetiske atferden fortsetter, og en vurdering av hvor grovt uetisk den vurderte atferden er.» og «En sentral del i rådets vurdering er å vurdere om tiltakene i Siemens er tilstrekkelige for å unngå at det foreligger en uakseptabel risiko …»*[3]

I Etikkrådets årsmelding for 2018 står det:

> *«… har Etikkrådet tolket det slik at det ikke er tilstrekkelig med en overordnet risikovurdering. Anbefalinger om utelukkelse må baseres på en dokumentert risiko som er knyttet helt konkret til en situasjon og til et selskaps handlinger eller unnlatelser.»*[4]

[1] Etikkrådets Årsmelding 2005, s. 42.

[2] Etikkrådets Årsmelding 2005, s. 42.

[3] Etikkrådets Årsmelding 2008, s. 115.

[4] Etikkrådets Årsmelding 2018, s. 48.

12 Aktsomhet i situasjoner med krig og konflikt

12.1 Innledning

Det pågår til enhver tid konflikter og kriger i verden. Selskaper i fondets portefølje kan ha tilknytning til flere av dem.

Folkeretten skiller mellom reglene *for å gå til* krig og reglene *i krig*. De etiske retningslinjene for fondet handler ikke om hvorvidt *reglene for å gå til krig* er fulgt eller ikke, men om *hvordan kriger føres*. Retningslinjene er rettet mot selskapers rolle i brudd på *folkerettens regler for krigføring,* som også kalles *humanitærretten.* I tillegg omfatter retningslinjene investeringer i selskaper som utvikler eller produserer våpen eller sentrale komponenter til våpen som ved normal anvendelse bryter med grunnleggende humanitære prinsipper for krigføring, jf. nærmere omtale i kapittel 10.

I utvalgets mandat står det:

> *«Flere kriterier i rammeverket frem til nå omfatter selskapers tilknytning til områder med krig og konflikt. Sentrale problemstillinger er:*
>
> *Hvordan er sammenhengen mellom de ulike kriteriene i krig- og konfliktsituasjoner? I forbindelse med krigen i Gaza har Etikkrådet blant annet pekt på at selskaper som er utelukket etter kjernevåpenkriteriet, også kunne vært aktuelle å vurdere etter kriteriet om salg av våpen.*
>
> *Hvordan bør selskaper hjemmehørende i stater som bruker store deler av sin økonomi til å understøtte krigføring, håndteres? Hvordan bør selskaper som har virksomhet i land med krig og konflikt, men som er hjemmehørende i et annet land, vurderes?*
>
> *Bør organisering, retningslinjer eller mandat endres slik at det kan handles raskere i situasjoner der omstendighetene endres raskt?»*

Utvalgets mandat viser til Israels krigføring i Gaza, der fondets investeringer var mer eksponert enn i mange andre pågående konflikter. Situasjoner med krig og konflikt vil imidlertid kunne ta nye former framover, og vi vet ikke i dag hvordan de vil utspille seg. Sammensatte virkemidler blir mer vanlige, i stor grad drevet fram av en rask teknologisk utvikling. Tilsvarende utvikles det nye og mer effektive våpen, inkludert autonome våpentyper. Utviklingen innebærer at andre selskaper enn før vil kunne produsere varer og tjenester som benyttes i, eller på annen måte har tilknytning til, krig og konflikt.

Som grunnlag for å vurdere hvordan situasjoner med krig og konflikt bør håndteres i forvaltningen av SPU framover, omtales i avsnitt 12.2 først Etikkrådets og Norges Banks praktisering fram til nå. Henvisninger til retningslinjer og paragrafer som er benyttet, er alle til «*Retninglinjer for observasjon og utelukkelse av selskaper fra Statens pensjonsfond utland*» som ble opphevet i november 2025. Flere av kriteriene i disse retningslinjene har vært relevante for Etikkrådets tilrådinger om observasjon og utelukkelse av selskaper.

Hvordan krig og konflikt kan se ut i framtiden, omtales i avsnitt 12.3. Utvalgets vurderinger følger i avsnitt 12.4.

Kapittel 26 utdyper hvordan krig og konflikt er håndtert fram til nå.

12.2 Håndtering av situasjoner med krig og konflikt fram til nå

12.2.1 Retningslinjene for observasjon og utelukkelse

12.2.1.1 Relevante kriterier for observasjon eller utelukkelse av selskaper

Flere av de adferdsbaserte kriteriene i § 4 i de tidligere retningslinjene er blitt anvendt i situasjoner med krig og konflikt. Følgende kriterier peker seg ut:

> *«§ 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:*
> *[…]*
> *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*
> *[…]*
> *h. andre særlig grove brudd på grunnleggende etiske normer»*

Retningslinjene § 4 bokstav b handler om alvorlige krenkelser av individers rettigheter i krig eller konfliktsituasjoner og § 4 bokstav c og d om selskapers salg av våpen og militært materiell til visse stater. § 4 bokstav h kan i utgangspunktet anvendes på situasjoner som ikke er dekket av de øvrige kriteriene, inkludert situasjoner der selskaper har virksomhet som kan knyttes til krig og konflikt.

De produktbaserte kriteriene i § 3 er ikke situasjonsbetingede og dermed ikke på samme måte relevante for håndteringen av situasjoner med krig og konflikt, se nærmere drøfting i kapittel 10.

12.2.1.2 Salg av våpen, jf. § 4 bokstav c og d

Selskaper kan utelukkes etter kriteriene i § 4 bokstav c og d som følge av salg av våpen. Kriteriene omfatter først og fremst selskaper i forsvarsindustrien. Dette er selskaper som fondets indeksleverandør FTSE Russell har klassifisert som «Aerospace and Defense».

Ved utgangen av 2025 var SPU investert i 64 selskaper i forsvarsindustrien etter denne definisjonen, se også omtale i kapittel 10. Av disse var 55 selskaper hjemmehørende i stater som er våre allierte og nærstående. Det er hovedsakelig i disse landene at selskaper i forsvars-industrien er notert på børs og dermed del av fondets investeringsunivers. Noen selskaper i kategorien «aerospace» har bare sivil produksjon.

Retningslinjenes § 4 bokstav c ble innført i 2021 etter forslag fra Mestadutvalget.[1] Det nye kriteriet førte til to prinsipielle endringer:

- Etikkrådet skulle etter kriteriet eksplisitt vurdere *staters* handlinger som grunnlag for utelukkelse av selskaper.
- Selskapers salg av produkter skulle vurderes etter et adferdskriterium, ikke et produktkriterium. Det betød at Etikkrådet i større grad enn tidligere skulle vurdere selskapers ansvar for den framtidige bruken av produktet.

Hensikten med § 4 bokstav c er å unngå at fondet er investert i selskaper som selger våpen som brukes i strid med humanitærretten i en pågående krig. Mestadutvalget mente kriteriet i første rekke skulle omfatte kraftige våpen og våpentyper som særlig kan ramme sivile. Bruddene på humanitærretten måtte være alvorlige og systematiske. Mestadutvalget skrev at det måtte dreie seg om pågående eller nylige leveranser. Hensikten er å unngå investeringer i selskaper som medvirker til pågående og mulige framtidige normbrudd, ikke å sanksjonere tidligere adferd.

Kriteriet er bare blitt anvendt på selskaper som har solgt våpen til Myanmar. Den senere tiden er det fra ulike hold også blitt pekt på at kriteriet burde vært brukt på selskaper som angivelig har solgt våpen som Israel skal ha brukt i krigen i Gaza. Ifølge Etikkrådet er det to hovedgrunner til at § 4 bokstav c ikke er anvendt på selskapers salg av våpen til Israel:[2]

- Kriteriet er rettet mot selskapers salg av våpen som særlig kan ramme sivile. Selskapers salg av for eksempel luftvernvåpen eller våpen beregnet mot sjømål eller undervannsmål gir ikke grunnlag for utelukkelse. Det samme gjelder militært materiell som ikke utgjør våpen, og enkeltkomponenter som inngår i våpensystemer.
- Det må foreligge opplysninger om pågående eller framtidige leveranser. Tidligere salg er ikke alene grunn for utelukkelse.

Etikkrådet har opplyst at noen selskaper trolig ville vært aktuelle å utrede etter § 4 bokstav c på grunn av salg av våpen som ble anvendt i krigen i Gaza, dersom de ikke allerede var utelukket etter de produktbaserte utelukkelseskriteriene.[3]

Kriteriet i § 4 bokstav d er koblet til det såkalte statsobligasjonsunntaket i mandatet for forvaltningen av SPU § 2-1 andre ledd bokstav c. Statsobligasjonsunntaket innebærer at Finansdepartementet kan avskjære fondets investeringer i statsobligasjoner utstedt av stater som er gjenstand for særlig omfattende FN-sanksjoner eller andre internasjonale tiltak av særlig stort omfang som Norge har sluttet opp om. Finansdepartementet ber én gang i året

[1] NOU 2020: 7 Verdier og ansvar, s. 189–192.

[2] Se Etikkrådet for Statens pensjonsfond utland (2024), brev til Finansdepartementet 30. august 2024, «Etikkrådets arbeid med selskaper som har virksomhet i tilknytning til Vestbredden og Gaza».

[3] Etikkrådet for Statens pensjonsfond utland (2024), brev til Finansdepartementet 30. august 2024.

Utenriksdepartementet om råd om hvilke stater denne ordningen bør omfatte. Etter § 4 bokstav d kan selskaper som selger våpen eller militært materiell til disse statene, utelukkes.

Etter § 4 bokstav d skal ikke *bruken* av selskapets våpen eller militære materiell vurderes; selve salget er alene grunnlag for utelukkelse. Til nå har kriteriet vært anvendt på to kinesiske selskaper på bakgrunn av deres salg av militære kjøretøy og deler til slike til myndighetene i Myanmar, Russland og Belarus.

12.2.1.3 Alvorlige krenkelser av individers rettigheter i krig eller konfliktsituasjoner, § 4 bokstav b

Retningslinjene § 4 bokstav b handler om selskaper som medvirker til alvorlige krenkelser av individers rettigheter i krig eller konfliktsituasjoner. Kriteriet har vært del av retningslinjene siden 2004. Kriteriet har vært anvendt på selskaper med virksomhet knyttet til konfliktene på Vestbredden, i Myanmar, Sør-Sudan og DR Kongo.

Vestbredden

Vestbredden ble okkupert av Israel i 1967.[4] Israel har oppført en rekke bosettinger for sin egen befolkning på det okkuperte området. Det er Norges uttalte holdning at de israelske bosettingene er i strid med folkeretten. Dette synet deles av det store flertall av verdens land. Den internasjonale domstolen i Haag (ICJ) slo i en rådgivende uttalelse i 2024 fast at Israels tilstedeværelse som sådan i Palestina er i strid med folkeretten.[5] Domstolen fant også at tredjestater er forpliktet til ikke å bidra til å opprettholde situasjonen som er oppstått som følge av Israels brudd på folkeretten. Denne forpliktelsens betydning for Norges folkerettslige forpliktelser er nærmere behandlet i kapittel 7.

Antallet israelske selskaper har økt i fondets referanseindeks og portefølje siden de etiske retningslinjene ble innført. Mens fondet i 2004 var investert i fire israelske selskaper, hadde fondet eierskap i over 60 selskaper i 2025. Samtidig har situasjonen forverret seg for den palestinske befolkningen i de okkuperte områdene. Begge disse faktorene har ført til at flere selskaper med tilknytning til Israels okkupasjon av Vestbredden er blitt utelukket.

Mange selskaper i SPUs portefølje, både israelske og ikke-israelske, har virksomhet som på ulikt vis og i forskjellig grad kan knyttes til bosettingene på Vestbredden. Ikke alle selskaper som kan knyttes til bosettingene, er utelukket fra SPU. De som er blitt utelukket, har i all

[4] Se FNs generalsekretær (2025), *Israeli settlements in the Occupied Palestinian Territory, including East Jerusalem, and the Occupied Syrian Golan: Report of the Secretary-General*, FN-dokument A/80/399 og Amnesty International (2026), *Erasing Anything Palestinian: Israel's Ethnic Cleansing of West Bank Bedouin and Herding Communities*, MDE 15/1103/2026.

[5] Legal Consequences arising from the Policies and Practices of Israel in the Occupied Palestinian Territory, including East Jerusalem, Advisory Opinion, I.C.J. Reports 2024, s. 753, konklusjonspunkt 3.

hovedsak vært til stede med egen virksomhet i bosettingene og levert produkter og tjenester som er nødvendige for at bosettingene opprettholdes, jf. kapittel 26.[6]

Myanmar

Myanmar har i lange perioder vært styrt av militæret, senest etter kuppet i februar 2021. Myndighetene har begått omfattende og systematiske menneskerettighetsbrudd, og det er dokumentert tortur og annen umenneskelig eller nedverdigende behandling og fravær av rettssikkerhet for dem som utsettes for overgrep fra staten.

Utenlandske selskaper som skal etablere virksomhet i strategiske sektorer, gjør det ofte i fellesforetak med statskontrollerte eller militærtilknyttede selskaper. Fire selskaper er utelukket og fire satt til observasjon på bakgrunn av virksomhet i Myanmar. Selskapene ble av Etikkrådet vurdert å bidra til å styrke militærets finansielle og logistiske kapasitet og evne til overvåking, blant annet gjennom gassprosjekter, havneutbygging, fellesforetak og utbygging av infrastruktur for telekommunikasjon.

DR Kongo

Ett selskap ble i 2011 satt til observasjon etter tilråding fra Etikkrådet, begrunnet med at selskapets gruveprosjekt innebar flytting av 15 000 mennesker i et område i DR Kongo. Militsgrupper og regjeringsstyrker begikk grove overgrep mot sivile i området, og selskapets beskyttelse av lokalbefolkningen ble vurdert som utilstrekkelig. Observasjonen ble avsluttet i 2013 basert på en vurdering av selskapets håndtering av risikoen i observasjonsperioden.

12.2.1.4 Andre særlig grove brudd på grunnleggende etiske normer, § 4 bokstav h

Retningslinjenes § 4 bokstav h gir grunnlag for å utelukke selskaper ved andre særlig grove brudd på grunnleggende etiske normer enn dem de øvrige kriteriene dekker. Kriteriet har vært del av retningslinjene siden 2004. Kriteriet er blitt anvendt på flere selskaper med virksomhet knyttet til utvinning av ikke-fornybare naturressurser i det omstridte området Vest-Sahara.

Vest-Sahara

Vest-Sahara anses som et ikke-selvstyrt område uten en anerkjent administrator. Marokko kontrollerer i praksis det meste av området og hevder suverenitet over det. Området har rike forekomster av fosfatmineraler, og det har vært antatt at det også har olje- og gassforekomster. Marokko har ikke suveren råderett over disse ressursene, men utsteder likevel lisenser for petroleumsprospektering der. Fire selskaper har vært utelukket for å drive

[6] Etikkrådet har ved flere anledninger redegjort for sine undersøkelser og vurderinger på dette området, se blant annet Etikkrådets årsmelding for 2024, rådets innlegg ved høring i Stortingets finanskomité 13. mai 2025 og brev til Finansdepartementet 18. august 2025 om fornyet gjennomgang av oppfølgingen av de etiske retningslinjene og investeringer i israelske selskaper.

petroleumsprospektering utenfor kysten av Vest-Sahara på oppdrag for marokkanske myndigheter.

Et statlig marokkansk gruveselskap utvinner fosfatmineraler i området. To selskaper ble utelukket fordi de hadde inngått avtale om kjøp av naturressurser som selgeren ikke har suveren råderett over.

Russland

Ett selskap ble utelukket fra fondet i 2024 for produksjon av blant annet stål til den russiske forsvarsindustrien. Dette ble vurdert å bidra til å muliggjøre Russlands folkerettsstridige aggresjonskrig mot Ukraina.

12.2.2 Norges Banks ansvarlige forvaltning i situasjoner med krig og konflikt

Norges Bank skal utvise særlig aktsomhet overfor selskaper i porteføljen som har virksomhet som kan knyttes til situasjoner med krig og konflikt. Aktsomheten skal være i tråd med OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper og FNs veiledende prinsipper for næringsliv og menneskerettigheter (UNGP), se også omtale i kapitlene 5, 6 og 9. Hovedstyret i banken har, slik mandatet fra Finansdepartementet krever, fastsatt prinsipper for den ansvarlige forvaltningen og risikoovervåkingen som bygger på OECDs og FNs rammeverk.

Norges Bank oppdaterte forventningsdokumentet om menneskerettigheter i 2022 og 2024. Banken forventer at selskaper viser særskilt aktsomhet i krig- og konfliktområder og setter i verk tiltak for å redusere risikoen for medvirkning til brudd på menneskerettighetene. Banken forventer også at selskaper skal respektere standardene som følger av humanitærretten. Norges Bank har fulgt dette opp i eierskapsarbeidet, blant annet gjennom skjerpet aktsomhet, risikoovervåking og dialog med interessenter og selskaper.

Ifølge banken er eierskapsarbeidet og risikoovervåkingen forsterket i lys av at omfanget av situasjoner og områder med krig og konflikt har økt de senere årene.[7] Banken har også trappet opp utvekslingen av selskapsinformasjon med Etikkrådet.

Banken har siden 2020 hatt særskilt dialog med selskaper i konfliktområder.[8] I 2024 styrket Norges Bank arbeidet ytterligere med analyser av porteføljens eksponering mot områder med krig og konflikt. Banken overvåker daglig nye selskaper som kommer inn i investeringsporteføljen.

Israels okkupasjon av Vestbredden og krigføring i Gaza har krevd særlig mye oppmerksomhet de senere årene. Norges Bank vurderte i 2024 israelske selskaper i porteføljen særskilt. Det ble stilt krav om at eksterne forvaltere måtte ha forhåndsgodkjenning for å investere i israelske selskaper som ikke allerede var i porteføljen.

[7] Se blant annet Norges Banks årsrapporter om Ansvarlig forvaltning 2024, s. 60, og Ansvarlig forvaltning 2025, s. 50.

[8] Norges Bank (2025), Ansvarlig forvaltning 2024.

Da SPUs investeringer i Israel fikk stor oppmerksomhet i august 2025, iverksatte Norges Bank flere tiltak. Blant annet avsluttet Norges Bank alle kontrakter med eksterne forvaltere i Israel, og banken solgte seg ut av de israelske selskapene som ikke inngikk i referanseindeksen. Hovedstyret gikk gjennom styringsdokumentene for den ansvarlige forvaltningen og rutinene for å velge og følge opp eksterne forvaltere. Banken erkjente samtidig at flere tiltak kunne vært iverksatt tidligere.

I 2025 utviklet Norges Bank en modell basert på kunstig intelligens for å identifisere selskaper med virksomhet knyttet til krig og konflikt. Modellen ble utviklet for å overvåke selskaper med tilknytning til krigen i Gaza, og den er siden blitt utvidet til å dekke flere konflikter. Dette arbeidet legger til rette for at banken kan få bedre oversikt over virksomheten til selskapene i porteføljen og for at aktsomhet og risikoovervåking kan styrkes i situasjoner med krig og konflikt. Norges Bank utarbeider scenarioer om ulike hendelsesforløp.

I risikoovervåkingen innhenter banken informasjon fra ulike dataleverandører og selskapslister fra sivilsamfunnsorganisasjoner, se nærmere omtale av Norges Banks arbeid med risikoovervåking i kapittel 22.

12.3 Krig og konflikt framover

12.3.1 Nye konflikter og andre former for krigføring

Sverdruputvalget, jf. NOU 2022: 12, viste til at antallet væpnede konflikter i verden øker, og at de aller fleste væpnede konfliktene skjer innad i utviklingsland. Videre ga Sverdruputvalget uttrykk for at tredjeparter er involvert i stadig flere konflikter, i en eller annen form for stedfortrederkrig, og at væpnede konflikter synes å bli mer langvarige.[9] Ifølge Rustad (2026) har denne utviklingen fortsatt og på enkelte områder blitt forsterket.[10] Å få oversikt over hvem som deltar og hvordan konfliktene utspiller seg, er blitt mer komplekst.

Sverdruputvalget viste også til at de samlede globale utgiftene til det militære var på sitt høyeste siden slutten av den kalde krigen da rapporten ble skrevet i 2022. Både konvensjonelle våpen og masseødeleggelsesvåpen rustes opp, og dette skjer for stadig mer avanserte systemer innenfor det digitale domenet og verdensrommet. Nye teknologier, flere aktører og økt spenning gjør at flere avtaler om rustningskontroll er sagt opp eller har løpt ut. Sverdruputvalget mente utsiktene til nye avtaler om rustningskontroll og nedrustning var små.[11]

Den geopolitiske utviklingen gjør skillelinjene mellom krig og fred mer uklare. Geopolitikk utspiller seg langs flere dimensjoner, både territorielt, digitalt, i verdensrommet og gjennom

[9] NOU 2022: 12, s. 107.

[10] Rustad mfl. (2026).

[11] NOU 2022: 12, s. 107.

sammensatte trusler.[12] Disse overlapper hverandre i en global maktorden. Sammensatte virkemidler benyttes for å utnytte sårbarheter, skape uro og oppnå bestemte politiske eller strategiske mål.

> Sverdruputvalget *skrev blant annet følgende:*
>
> *«Virkemidlene kan være både militære og ikke-militære. Eksempler er desinformasjon, propaganda, manipulering, sabotasje, spionasje, eller bruk av ulike grupperinger internt som kan være misfornøyde med eget lands politikk på særskilte områder og dermed sårbare for påvirkning. Slike virkemidler kan kombineres med cyberangrep, økonomiske virkemidler og fordekte militæroperasjoner.»*[13]

Slike virkemidler benyttes også for å skape uklarhet og usikkerhet. Evnen til å se enkelthendelser i sammenheng er nødvendig for å forstå den samlede effekten. Håndteringen krever dessuten ofte god informasjonsdeling på tvers av sektorer. Forsvarets forskningsinstitutt har anbefalt at norske myndigheter etablerer en strategisk analysekapasitet for å bygge og vedlikeholde situasjonsbilder og beslutningsgrunnlag.[14]

En framtidig krig eller konflikt vil trolig innebære at både sivil og militær digital infrastruktur kan bli angrepet eller slått ut. Dette vil kunne få betydning for hvilke selskaper som har tilknytning til situasjoner med krig og konflikt.

12.3.2 Teknologiselskaper i situasjoner med krig og konflikt

Teknologisk utvikling gjør skillet mellom sivil og militær virksomhet mindre tydelig. Teknologi som utvikles for sivile og kommersielle formål, kan samtidig ha stor militær betydning. OECD peker på at teknologier som er viktige for sikkerhet og forsvar, i økende grad har sitt opphav i den sivile sektoren.[15] NATO framhever at blant annet kunstig intelligens, autonome systemer, kvanteteknologi og neste generasjons kommunikasjonsnettverk har både sivile og militære anvendelser.[16] Stockholm International Peace Research Institute (SIPRI) beskriver utviklingen som en økende militarisering av teknologi, der sivil teknologi i større grad tas i bruk til militære formål.

Det blir dermed vanskeligere å trekke klare grenser mellom forsvarsindustrien og øvrig næringsliv. Et selskap trenger ikke selv å produsere våpen for at teknologien, produktene eller tjenestene det leverer, skal utgjøre en viktig del av militær virksomhet eller krigføring. Sivile selskaper kan for eksempel levere kunstig intelligens, skytjenester, satellittjenester, telekommunikasjon, sensorer eller dataanalyse som anvendes til militær kommunikasjon, etterretning, overvåking, beslutningsstøtte eller målutvelgelse.Den teknologiske utviklingen skaper samtidig nye avhengigheter og sårbarheter. Produksjon av halvledere, tilgang til

[12] Dodds (2019).

[13] NOU 2022: 12, s. 108.

[14] Forsvarets forskningsinstitutt (FFI), Situasjonsforståelse ved sammensatte trusler – et konseptgrunnlag (2021).

[15] OECD, OECD Science, Technology and Innovation Outlook 2025: Driving Change in a Shifting Landscape.

[16] NATO, Innovation and technology adaption (2026).

datakraft, digitale kommunikasjonsnettverk og lagring og behandling av data har fått økende sikkerhetspolitisk betydning. Utviklingen har bidratt til at stater søker større kontroll over kritiske teknologier og verdikjeder for å redusere avhengigheten av andre stater. Teknologisk kapasitet er dermed i økende grad et spørsmål om sikkerhet, militær kapasitet og maktforhold mellom stater.Utviklingen innen kunstig intelligens stiller dessuten landene overfor utfordringer av en annen karakter. De mest avanserte modellene kan nå handle selvstendig over tid. Utviklerne rapporterer selv at modellene i enkelte tilfeller søker å unngå kontroll. Kontrollmetodene holder ikke nødvendigvis tritt med veksten i kapasiteten. Samtidig gjør teknologien det mulig for enkeltaktører å gjennomføre komplekse angrep i stort omfang. Kontroll over kunstig intelligens er dermed blitt et sikkerhetsspørsmål i seg selv.

Etterretningstjenesten peker i Fokus 2026 på at næringsvirksomhet i Russland og Kina knyttes tett til stats- og samfunnssikkerhet.[17] Investeringer i kompetansebedrifter, kontrakter i kritisk infrastruktur og innpass i leverandørkjeder utnyttes for å nå sikkerhetspolitiske mål. Investeringer i og utbygging av digital infrastruktur kan gi tilgang til kommunikasjons- og styringssystemer som kan benyttes til etterretning og påvirkning.

Lengre og mer uoversiktlige verdikjeder, mindre klare grenser mellom krig og fred, sammenkobling av «gammel» og «ny» teknologi og avhengigheter mellom land fører til et mer sammensatt bilde. Se også omtale i kapittel 24.

12.4 Utvalgets vurderinger

12.4.1 Organisering, retningslinjer og mandat

Et viktig bakteppe for at utvalget ble oppnevnt, var Israels krigføring i Gaza. Situasjoner med krig og konflikt vil kunne ta andre former i framtiden enn denne krigen og andre som er erfart hittil. Kriteriene i de etiske retningslinjene omhandler menneskerettighetene og humanitærretten i bred forstand. Bestemmelsene om at den ansvarlige forvaltningen skal legge til grunn OECDs og FNs rammeverk, stiller dessuten krav om økt aktsomhet i situasjoner med krig og konflikt.

Den raske utviklingen i hvordan krig føres utfordrer ethvert rammeverk som skal stå seg over tid. Mange produkter og tjenester kan brukes både sivilt og militært. Droner, satellittjenester og kunstig intelligens utvikles i dag i stor grad for sivile markeder, men tas i økende grad i bruk i krigføring. Nye våpensystemer og stridsformer oppstår dessuten raskere enn en opplisting av produkter kan fange opp. Uklarere skillelinjer mellom krig og fred forsterker dette. Samme teknologi kan inngå både i lovlig forsvar og i handlinger som bryter med grunnleggende etiske normer.

Selv om krigføringens karakter over tid har endret seg vesentlig, har prinsippene for hvordan krig skal føres vært bestandige. Humanitærretten krever at det skilles mellom stridende og sivile, og mellom militære og sivile mål, at sivile tap ikke er uforholdsmessige sett opp mot

[17] Etterretningstjenesten (2026), Fokus 2026 – Etterretningstjenestens vurdering av aktuelle sikkerhetsutfordringer, s. 36–37.

den militære fordelen et angrep gir, og at unødig lidelse unngås. Prinsippene har røtter tilbake til St. Petersburg-erklæringen av 1868 og Haagkonvensjonene av 1899 og 1907, og er kodifisert i første tilleggsprotokoll fra 1977 til Genèvekonvensjonene av 1949. De er i stor grad også folkerettslig sedvanerett og gjelder uavhengig av hvilke stridsmidler, teknologier og metoder som brukes.

Et rammeverk som tar utgangspunkt i hvordan våpen og teknologi brukes, vil kunne fange opp nye våpentyper og stridsformer etter hvert som de oppstår. Rammeverket kan da stå seg over tid, også i situasjoner som ikke kan forutses i dag.

Rammeverket favner dermed vidt. Håndteringen av nye situasjoner vil stille krav til årvåkenhet, kompetanse og godt skjønn. Utvalget mener kriteriene i retningslinjene og bestemmelsene i Norges Banks mandat i utgangspunktet er dekkende, se nærmere drøfting nedenfor. Utvalget mener likevel at det bør presiseres ytterligere i mandatet at banken skal vise særlig aktsomhet i situasjoner med krig og konflikt.

Utvalget er bedt om å vurdere om *«organisering, retningslinjer eller mandat [bør] endres slik at det kan handles raskere i situasjoner der omstendighetene endres raskt»,* jf. ovenfor. Utvalget mener kravene som stilles til rask handling under krig og konflikt, også tilsier en endret fordeling av oppgaver, se kapittel 13. Oppgaver, kriterier og andre bestemmelser bør her samles i mandatet for forvaltningen av SPU, jf. kapittel 15. Norges Bank bør ha ansvaret både for eieroppfølgingen og for å vurdere og gjennomføre eventuelle utelukkelser av selskaper fra fondet. Banken bør kunne utelukke selskaper på eget initiativ etter alle kriteriene, ikke bare etter kull- og klimakriteriet som etter retningslinjene fram til 6. november 2025.

Et behov for rask handling må likevel veies mot krav til saksbehandling, dokumentasjon og kommunikasjon. Normalt, og også i situasjoner med krig og konflikt, kreves det grundighet i vurderinger av om fondet er investert i selskaper det er en uakseptabel risiko for at medvirker til eller selv er ansvarlige for grove normbrudd. Slike situasjoner er ofte komplekse og uoversiktlige. Det tilsier at sakene som oftest behandles i to trinn, først i Etikkrådet og deretter med endelig vurdering, avveiing og beslutning i Norges Bank. Se nærmere omtale i kapittel 13 om organisering.

12.4.2 Økt aktsomhet i situasjoner med krig og konflikt

Norges Bank skal vise særlig aktsomhet i situasjoner med krig og konflikt. Da SPUs investeringer i Israel fikk stor oppmerksomhet i august 2025, handlet Norges Bank ganske raskt. Som nevnt ovenfor erkjente banken samtidig at flere tiltak kunne vært iverksatt tidligere. Utvalget legger til grunn at disse erfaringene ga viktig lærdom som banken bygger videre på for å kunne håndtere framtidige situasjoner effektivt.

Nye situasjoner vil kunne oppstå i andre markeder og forløpe annerledes og derfor kreve andre typer tiltak. Skillet mellom krig og fred kan bli mindre tydelig. Endringer kan skje gradvis. Det kan også være gråsoner for når en situasjon er så konfliktpreget at kravet om særlig aktsomhet skal utløses. En slik utvikling kjennetegnes nettopp ved at ansvarsforhold, aktører og hensikt kan være vanskelige å fastslå, og at den enkelte handlingen kan framstå

som begrenset eller sivil når den vurderes isolert. Dette stiller nye krav til bankens kompetanse og overvåking.

Tilgang til informasjon og kjennskap til markeder vil være viktig. I noen markeder kan det tenkes at eksterne forvaltere kan bidra med lokal kunnskap som styrker Norges Banks aktsomhet og risikostyring i situasjoner med krig og konflikt. Det bør ligge til Norges Bank å påse at avtaler inngås og forvaltere velges på en forsvarlig måte i slike situasjoner.

Videre er ikke selskapene i referanseindeksen nødvendigvis de som det er minst risiko ved i situasjoner med krig og konflikt. Selskaper kommer inn i indeksen når de når en viss størrelse. I enkelte framvoksende markeder har Norges Bank av hensyn til risikostyring og tilgang til informasjon valgt å investere i langt færre selskaper enn de som er i indeksen.

Norges Bank styrker sin risikoovervåking ved bruk av ny teknologi, jf. kapittel 22. Blant annet legger bruk av kunstig intelligens til rette for at banken lettere får oversikt over selskapene i fondet, også i situasjoner med krig og konflikt.

Evnen til å handle raskt vil bero på at banken er godt forberedt. Banken kan på forhånd vurdere hvordan den skal reagere basert på ulike scenarioer og vil da kunne handle raskt når normbrudd skjer. Norges Bank bør på denne bakgrunn fortsatt legge vekt på arbeidet med scenarioer og øve på ulike hendelsesforløp. Scenarioene bør oppdateres løpende og ta høyde for at krig og konflikt kan ta nye former i framtiden.

Norges Bank må ha tilstrekkelig kompetanse internt, men også trekke på relevant ekstern ekspertise. Det omfatter blant annet kompetanse om humanitærretten, våpentyper, krigføring og teknologi. Banken må sørge for å ha tilgang til relevant og oppdatert informasjon fra eksterne kompetansemiljøer.

Det vil ofte kunne være stor usikkerhet rundt hendelsesforløp i situasjoner med krig og konflikt. Det er derfor som nevnt nødvendig med grundighet i vurderingene, jf. avsnitt 12.4.1 ovenfor. Her vil det være ønskelig med god dialog med Etikkrådet, se kapittel 13. Det må finnes en hensiktsmessig balanse mellom tempo og grundighet.

Rask handling betyr heller ikke nødvendigvis utelukkelse eller salg av selskaper. Alle virkemidler banken har til rådighet, bør vurderes. Aktsomhet, risikovurdering og scenarioanalyser vil kunne gi et forsvarlig grunnlag for tiltak og for eventuelt å utelukkeselskaper.

12.4.3 Selskapers salg til egne myndigheter

Utvalget er bedt om å vurdere hvordan *«selskaper hjemmehørende i stater som bruker store deler av sin økonomi til å understøtte krigføring»,* bør håndteres. Mandatet ber også utvalget om å se på hvordan det eventuelt bør tas hensyn til at selskaper «*følger lover og regler i sine hjemland. Det kan f.eks. innebære at selskaper utfører tjenester eller selger produkter til et formål som følge av et lands lovgivning.»*

Selskapers handlefrihet er begrenset av lovgiving og politikk i statene der de er hjemmehørende eller driver virksomhet. Det gjelder særlig selskaper som selger produkter

eller tjenester til egne myndigheter. Handlefriheten er ytterligere begrenset i situasjoner med krig og konflikt.

Også Mestadutvalget vurderte hvordan selskaper med begrenset handlingsrom bør behandles, jf. omtale i kapittel 8. Mestadutvalget uttalte at alle selskaper bør vurderes etter samme etiske standard. Overfor selskaper som staten på ulike måter kontrollerer, kan det likevel «*være behov for å tilpasse virkemiddelbruken overfor slike selskaper der vurderingene i større grad knyttes opp til selskapenes handlingsrom og vilje til å avbøte virkningene av de forholdene de opererer under*».[18]

Finansdepartementet var enig i dette og uttalte at det «*for slike selskaper [ville] være et særlig behov for en tettere kommunikasjon mellom Etikkrådet og Norges Bank på et tidlig stadium»* og at Etikkrådet for slike selskaper «*kunne skrive tilråding om utelukkelse med en litt annen form og innretning enn andre tilrådinger ved at både risikovurderinger for land og bransje bør kunne tillegges vekt».*[19]

Disse vurderingene var ikke knyttet til situasjoner med krig og konflikt spesielt, men til selskaper med begrenset handlingsrom i stater som hadde avvikende normer, og som utøvde kontroll over selskapene. Da var det etter Mestadutvalgets og departementets vurdering hensiktsmessig å tilpasse kommunikasjon og virkemiddelbruk.

Når selskaper har begrenset handlingsrom og er pålagt å handle på vegne av egne myndigheter, er avstanden til utenrikspolitikken kortere. Dette har også paralleller til hvordan statsobligasjoner behandles i forvaltningen av SPU. Graverutvalget mente statsobligasjoner burde holdes utenfor uttrekksmekanismen og uttalte blant annet:

> *«Norge har økonomisk og diplomatisk samkvem med de fleste land i verden. Med unntak av de land som er omfattet av internasjonale sanksjonsregimer, opprettholdes denne kontakten selv om man fra norsk side er uenig i den politikken et land fører for eksempel når det gjelder menneskerettigheter. Ordinære utenrikspolitiske kanaler er langt viktigere for å påvirke andre lands myndigheter til å endre sin politikk i ønsket retning enn et uttrekk fra Petroleumsfondets investeringsmuligheter. I mange tilfeller vil samhandel og kontakt gi bedre påvirkningsmuligheter enn isolasjon.»*[20]

Selskaper som implisitt eller eksplisitt er pålagt å levere varer og tjenester til egne myndigheter eller som opptrer etter pålegg fra dem, er i praksis en forlenget arm av egne myndigheters politikk. En handling fra fondet vil feilaktig kunne oppfattes som en handling fra den norske regjeringen rettet mot en annen stats regjering. Utvalget mener likevel ikke selskapene skal holdes utenfor det etiske rammeverket. De skal vurderes etter samme etiske standard som andre selskaper, men virkemiddelbruken bør tilpasses.

Utvalget mener at verken Norges Bank eller Etikkrådet eksplisitt bør vurdere andre staters adferd. Dersom norske myndigheter mener politikken i andre land er kritikkverdig, legger

---

[18] NOU 2020:7, s. 6.

[19] Meld. St. 24 (2020–2021) Statens pensjonsfond 2021, s. 139.

[20] NOU 2003: 22, s. 36.

utvalget til grunn at det er kontakt på diplomatisk eller politisk nivå der det vurderes som hensiktsmessig.

Utvalget mener videre at det ved valg av virkemiddel bør kunne skilles mellom land som er blant våre nærstående og allierte, og andre land. Den etiske standarden er likevel uavhengig av hvor selskapet er hjemmehørende. Utvalget antar at kontakten med allierte og nærstående er tettere og at det er lettere å nå fram til dem.

Se også drøfting i kapittel 8 om risikoen for politiske motreaksjoner.

12.4.4 Selskapers eksport etter godkjenning av egne myndigheter

Utvalget er også bedt om å vurdere hvordan «*selskaper som har virksomhet i land med krig og konflikt, men som er hjemmehørende i et annet land»,* bør vurderes.

Utvalgets forslag om å avgrense virkeområdet til kjernevåpenkriteriet innebærer at flere våpenselskaper vil bli tatt inn igjen i fondets investeringsunivers og referanseindeks, se omtale i kapittel 10.

Regler for eksportkontroll

Selskapers salg av våpen og annet forsvarsmateriell til fremmede stater er underlagt regler om eksportkontroll i eksportstaten og kan kreve forutgående lisens fra relevant myndighet. De fleste eksportkontrollregelverk har kriterier som utelukker eksport der det er risiko for alvorlige brudd på menneskerettighetene eller internasjonal humanitærrett. I tillegg skal risikoen for uønsket reeksport vurderes.

Ved lisensbehandlingen vurderer eksportmyndighetene på forhånd blant annet sluttbruk, mottakerforhold og risikoen for at materiellet kan bli brukt i strid med internasjonal humanitærrett og andre internasjonale forpliktelser. Vurderingens nærmere innhold og grundighet varierer. Etter utvalgets syn vil eksportkontrollmyndighetene normalt vurdere sluttbruk og risiko for misbruk. Ettersom risiko for bruk i strid med folkerettens regler om krigføring og grunnleggende menneskerettigheter inngår i eksportkontrollmyndighetenes vurderinger, kan det tilsi at en utstedt eksportlisens bør ha betydning ved vurderingen av om en konkret våpeneksport er uetisk.[21]

Norge er part i avtalen om våpenhandel (ATT). Avtalen etablerer felles minstestandard for eksport av konvensjonelle våpen.[22] Avtalen omfatter viktige deler av det norske eksportkontrollregelverket. Avtalen krever blant annet at risiko for brudd på internasjonale menneskerettigheter, internasjonal humanitærrett og internasjonale regler om terrorisme vurderes på forhånd. Hvis det er en overveiende risiko for slike følger, skal eksporttillatelse

[21] Se nærmere beskrivelse av eksportkontrollregimet i Meld. St. 29 (2024–2025) Eksport av forsvarsmateriell fra Norge i 2024, eksportkontroll og internasjonalt ikke-spredningssamarbeid.

[22] Avtalen er det mest helhetlige rammeverket som legger føringer på nasjonal eksportkontroll, jf. Meld. St. 29 (2024–2025).

ikke gis. Disse vurderingstemaene sammenfaller på mange punkter med kriteriene som omhandler krig og konflikt i de etiske retningslinjene for SPU.

I dag er 118 stater part i avtalen om våpenhandel. De fleste av Norges allierte og nærstående land er part, eller de har liknende regler om eksportkontroll.

Vurdering av § 4 bokstav c

Utstedelse av eksportlisens og etiske vurderinger etter fondets retningslinjer er likevel ikke helt sammenfallende. Samtidig innebærer et krav om lisens ved eksport av våpen til en annen stat at myndighetene eksplisitt godkjenner salget. En kritikk av selskapets salg vil i minst like stor grad være rettet mot myndighetene i selskapets hjemland som mot selskapet.

Utvalget mener eksport av våpen etter godkjenning fra egne myndigheter bør vurderes på liknende vis som salg til egne myndigheter og handlinger etter pålegg fra egne myndigheter, jf. avsnitt 12.4.3 ovenfor. En vurdering av salget vil være en eksplisitt vurdering av en annen stats adferd som verken Norges Bank eller Etikkrådet bør gjøre.

Dette reiser spørsmålet om § 4 bokstav c om *«salg av våpen til stater i væpnede konflikter …»* bør videreføres. Utvalget foreslår at § 4 bokstav c ikke videreføres. Mestadutvalget skrev følgende i sitt forslag om å innføre kriteriet:

> *«En slik vurdering innebærer en krevende balansegang, men bør like fullt fortsatt gjøres. På den ene siden er det klart at Etikkrådet ikke er tiltenkt en rolle i å vurdere staters atferd. På den annen side kan det sentrale i vurderingen av et selskaps virksomhet være nettopp spørsmål om selskapets medvirkning til en krenkelse begått av en stat. Eventuelle utelukkelser av selskaper som følge av selskapers salg av våpen til visse stater, vil indirekte berøre både staten som kjøper våpen som benyttes til å begå brudd på humanitærretten, men også staten som velger ikke å stanse eksport av våpen til tross for bruddene.»*[23]

Utvalget er her uenig med Mestadutvalget. En vurdering av andre stater bør ligge til regjeringen, ikke Etikkrådet og Norges Bank. For et statlig eid fond ville det dessuten være vanskelig å vurdere andre staters adferd uten at fondet ville oppfattes som en politisk aktør. Utvalget mener at den norske stat som eier av SPU, i tilfeller der det skjer kritikkverdig våpensalg fra selskaper til egne myndigheter eller eksport etter godkjenning av egne myndigheter, bør benytte diplomatiske kanaler som virkemiddel. Diplomatiske kanaler må dessuten antas å kunne være mer effektive for å avbøte situasjonen som anses uakseptabel.

Utvalget legger i forslaget vekt på at § 4 bokstav b om «*alvorlige krenkelser av individers rettigheter i krig eller konfliktsituasjoner*» videreføres. Virkeområdet til dette kriteriet er videre enn virkeområdet til § 4 bokstav c. I prinsippet dekker § 4 bokstav b også de hensyn som § 4 bokstav c skal ivareta, men utvalget understreker at Norges Bank og Etikkrådet heller ikke etter § 4 bokstav b bør vurdere staters adferd eksplisitt. I anvendelsen av § 4 bokstav b må Etikkrådet og Norges Bank derfor bygge på autoritative kilder som vurderer om en eller flere parter fører krig på en måte som bryter med humanitærrettens krav. Det norske

[23] NOU 2020: 7 Verdier og ansvar, s. 189–190.

Utenriksdepartementet vil her kunne være en kilde. Innrammingen som lå til grunn for § 4 c, skal fortsatt gjelde. Våpnene skal være benyttet på måter som utgjør både *«alvorlige og systematiske»* brudd på folkerettens regler for stridighetene. Med dette menes gjentatte tilfeller av bruk av våpen i strid med humanitærretten, særlig de reglene som har til hensikt å beskytte sivile. Dette vil være salg til parter hvor det er et gjennomgående trekk at målutvelgelse, forholdsregler eller proporsjonalitetsvurderinger svikter. Det er videre tale om kraftige våpen som forårsaker betydelige ødeleggelser ved bruk, og hvor konsekvensene blir særlig omfattende for sivile.[24] Bare nye leveranser av våpen i en pågående krig vil være grunnlag for utelukkelse.

Utvalget er innforstått med at også kritikk av selskaper etter flere av de øvrige kriteriene indirekte vil kunne oppfattes som en kritikk av myndighetene i landet. Selskapene som kritiseres, kan for eksempel ha en adferd som er i tråd med lovgivingen i eget land. Det er likevel noe annet enn å pålegge Etikkrådet å eksplisitt vurdere andre staters adferd, slik § 4 bokstav c gjør.

Utvalget har også lagt vekt på rett virkemiddelbruk. Regjeringen kan ha en annen, og i dette tilfellet mer effektiv, dialog med andre staters myndigheter. Norges Bank bør samtidig utøve eierskap overfor selskapene. Eierskapsdialog kan gi innsikt i selskapets adferd og intensjoner og kaste lys over hvordan selskapet selv forholder seg til risikoen for at våpnene det produserer, brukes i strid med humanitærretten. I særskilte tilfeller vil utelukkelse kunne være aktuelt etter § 4 bokstav b om selskaper som medvirker til krenkelser av individers rettigheter i krig og konfliktsituasjoner.

Utvidelse av § 4 bokstav d

Etter § 4 bokstav d kan selskaper utelukkes hvis de selger «*våpen eller militært materiell til stater*» som er underlagt «*særlig omfattende FN-sanksjoner, eller andre internasjonale tiltak av særlig stort omfang*» som Norge har sluttet opp om.[25] Finansdepartementet oppdaterer årlig hvilke land dette er etter innspill fra Utenriksdepartementet. For tiden omfatter kriteriet Iran, Nord-Korea, Russland og Belarus, tidligere også Myanmar. Kriteriet omfatter alle selskaper som selger våpen eller militært materiell til statene på listen, uavhengig av materiellets egenskaper eller eventuelle bruk. Begrunnelsen for kriteriet er at risikoen vurderes som særlig høy for at våpen og annet militært materiell solgt til disse statene brukes i strid med humanitærretten.

Utvalget har vurdert å utvide § 4 bokstav d til å omfatte stater der Norge er tilsluttet sanksjoner eller andre internasjonale tiltak som begrenser eksport av våpen eller militært materiell til statlige myndigheter. Slike tiltak omtales ofte som våpenembargoer. Norge er tilsluttet en rekke slike tiltak.[26] Formålet med utvidelsen er at kriteriet skal favne stater som

---

[24] NOU 2020: 7, s. 190-191.

[25] Kriteriet er knyttet opp mot det såkalte statsobligasjonsunntaket i mandatet for forvaltningen av SPU § 2-1 andre ledd bokstav c.

[26] Utenriksdepartementet har på sine nettsider en liste over stater der det er begrensninger på salg av våpen til statlige eller ikke-statlige aktører. Det er Belarus, Burma/Myanmar, Den demokratiske republikken Kongo, Den

Norge, ved å slutte seg til tiltakene, har tatt stilling til at ikke bør tilføres våpen. Kriteriet bør derfor fortsatt bare gjelde for sanksjoner eller andre tiltak som begrenser salg av våpen til stater. Stater der våpenembargoen bare retter seg mot ikke-statlige aktører, faller derfor utenfor. Norge er på nåværende tidspunkt tilsluttet sanksjoner eller andre tiltak som begrenser salg av våpen til følgende stater: Belarus, Iran, Libya, Myanmar, Nord-Korea, Russland, Sudan, Sør-Sudan, Venezuela og Zimbabwe.

Mestadutvalget vurderte et utelukkelseskriterium som speilet norsk eksportkontrollpraksis, men gikk ikke inn for det. Mestadutvalget viste til at manglende offentlighet om hvilke land Norge ikke eksporterer våpen til, gjør et slikt kriterium krevende. Utvalget er enig i dette. Til forskjell fra eksportkontrollpraksis er sanksjoner og restriktive tiltak offentlig tilgjengelige. Et slikt kriterium bør derfor begrenses til å gjenspeile norsk sanksjonspolitikk. Mestadutvalget la videre vekt på at

> *«[e]n slik ordning ville også kunne endre handlefriheten for norske utenrikspolitiske myndigheter ettersom effektene av en embargobeslutning ville bli betydelig større gjennom at også SPU ville bli bundet av den. På sikt ville en slik ordning trolig føre til at fondet i større grad ville bli knyttet nærmere opp mot og assosiert med norske myndigheters politiske beslutninger når det gjelder visse typer væpnede konflikter.»*[27]

Utvalget ser dette annerledes. Beslutninger om å tilslutte seg internasjonale restriksjoner på salg av våpen er blant de kraftigste utenrikspolitiske virkemidlene overfor enkeltland. Selv om en slik ordning kan gi slike beslutninger økt praktisk betydning, kan ikke utvalget se at ordningen vesentlig påvirker Norges utenrikspolitiske handlefrihet. Vurderingen av hvilke stater som skal omfattes, foretas av regjeringen, ikke av Etikkrådet og Norges Bank, slik som tilfellet har vært etter § 4 bokstav c.

Utvalget foreslår å utvide § 4 bokstav d til å gjelde selskaper som selger våpen eller militært materiell til visse stater. Det gjelder stater som er omfattet av sanksjoner eller andre internasjonale tiltak som begrenser eksport av våpen til statens myndigheter. Norge må ha sluttet opp om tiltakene. Utvalget legger til grunn at kriteriet på samme vis som tidligere kan praktiseres ved at Finansdepartementet utarbeider en landliste etter råd fra Utenriksdepartementet.

12.4.5 Teknologiselskaper

De store teknologiselskapene utvikler produkter og tjenester som ligger til grunn for den digitale infrastrukturen i ethvert samfunn. Det betyr også at selskapenes produkter og tjenester vil benyttes i situasjoner med krig og konflikt.

Banken skal da vise særlig aktsomhet også overfor slike selskaper. Ansvarlig forvaltning og eieroppfølging bør være førstevalget som virkemiddel. Ved vurdering av utelukkelser kan hensynet til risikospredning og en avveiing av de to etiske forpliktelsene måtte bli tillagt

---

sentralafrikanske republikk, Haiti, Irak, Iran, Jemen, Libanon, Libya, Nord-Korea, Russland, Somalia, Sudan, Sør-Sudan, Venezuela og Zimbabwe.

[27] NOU 2020: 7, s. 193.

avgjørende vekt, jf. også Stortingets vedtak om at fondet skal være bredt spredt globalt. Det betyr ikke at vurderingen av hvor alvorlig normbruddet er, endres. Ved salg av produkter og tjenester som har en konkret forbindelse til krigføring i strid med humanitærrettens regler, skal det være en uakseptabel risiko for at selskapet medvirker til grove normbrudd før utelukkelse kan være aktuelt. Salg av generiske produkter gir normalt ikke grunnlag for utelukkelse, se omtale i kapittel 11.

12.4.6 Uttrekk fra hele markeder

En beslutning om å innføre sanksjoner eller å boikotte et land fattes av regjeringen. Det ble gjort mot Russland i 2022. Da ble også SPUs investeringer i Russland frosset, og Norges Bank ble bedt om å selge investeringene så snart det lot seg gjøre.

Norges Bank skal i henhold til sitt mandat fra Finansdepartementet godkjenne alle markeder før fondet investerer i dem, jf. kapittel 5. Bankens godkjenning skal bidra til en effektiv gjennomføring av forvaltningsoppdraget, og banken skal legge vekt på «*at det skal være mulig å følge opp bankens ansvar for å drive en ansvarlig forvaltning*».[28]

Så lenge markedet er godkjent etter etablerte kriterier og Norge ikke sanksjonerer det angjeldende landet, bør ikke Norges Bank trekke SPUs investeringer ut av det aktuelle markedet. Selskapene bør i stedet vurderes individuelt. SPU er ikke, og bør ikke oppfattes som, et utenrikspolitisk verktøy.

[28] Meld. St. 24 (2020–2021) Statens pensjonsfond 2021, s. 138–139.

Del III
Organisering og rapportering

13 Ansvar og organisering

13.1 Innledning

Utvalget er i mandatet bedt om å *«vurdere hva som er en hensiktsmessig organisering av arbeidet med retningslinjene for observasjon og utelukkelse av selskaper sett i lys av de utfordringer og dilemmaer som det er pekt på i del 1. Utvalget bes blant annet om å vurdere om offentliggjøringen av beslutninger og tilrådinger bør endres.»*

Stortinget ba regjeringen 4. november i fjor om å stille utelukkelser i bero til et nytt etisk rammeverk er på plass, jf. kapittel 2. Etikkrådet skal i mellomtiden ikke gi nye tilrådinger til Norges Bank, og bankens eierskapsutøvelse har fått økt betydning. Stortingets vedtak berører både fondets organisering, åpenhet og kommunikasjon.

Utvalgets mandat peker på flere utfordringer for forvaltningen av Statens pensjonsfond utland (SPU). Disse er trolig ikke tilbakelagt, men vil måtte tas hensyn til i forvaltningen også når vi ser framover. Utvalget legger vekt på at organiseringen bør legge til rette for en effektiv forvaltning med klare ansvarslinjer og en hensiktsmessig kommunikasjon.

I dette kapittelet omtales organiseringen av arbeidet. Vi går i avsnitt 13.2 gjennom bakgrunnen for hvordan arbeidet er organisert i dag. Deretter følger utvalgets vurderinger og forslag. Utvalgets vurderinger av rapportering og åpenhet er omtalt i kapittel 14, og forslag til et samlet sett med nye retningslinjer omtales i kapittel 15.

13.2 Bakgrunn for dagens organisering

13.2.1 Innledning

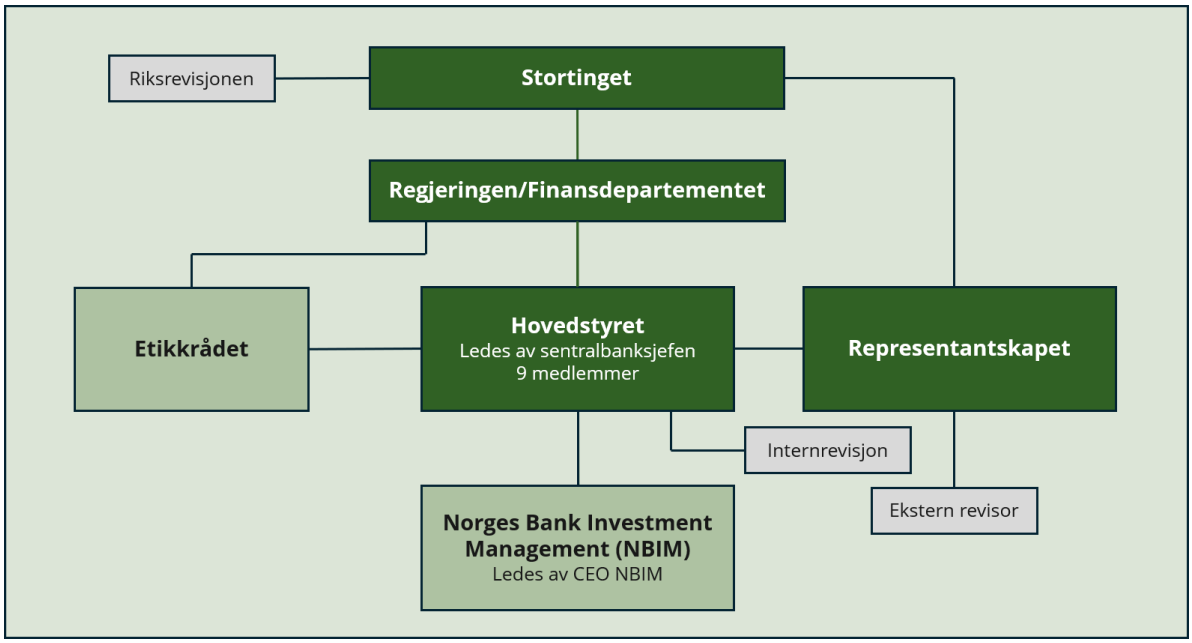
Stortinget har gitt ansvaret for å forvalte SPU til departementet.[1] Finansdepartementet har i et mandat delegert oppgaven med å gjennomføre forvaltningen til Norges Bank. Vesentlige endringer i mandatet legges fram for Stortinget før de trer i kraft. Dette gir klare styringslinjer fra Stortinget og ned til forvalter. Hovedstyret i Norges Bank svarer overfor departementet, og departementet svarer overfor Stortinget.

I utøvelsen av de etiske retningslinjene er i tillegg Etikkrådet gitt oppgaver fra Finansdepartementet. Etikkrådets medlemmer oppnevnes av Finansdepartementet etter innstilling fra Norges Bank, men rådet skal arbeide faglig og uavhengig fra departementet og fra banken.

Etikkrådet gir råd til Norges Bank om selskaper i fondet som bør utelukkes eller settes til observasjon. Før Norges Bank beslutter i slike saker, skal banken vurdere om eierskapsutøvelse utført av banken kan være egnet til å redusere risikoen for fortsatt normbrudd eller av andre årsaker kan være mer hensiktsmessig. Banken skal se de ulike virkemidlene den har til rådighet i sammenheng og benytte dem på en helhetlig måte. For

[1] Lov 21. juni 2019 nr. 63 om Statens pensjonsfond § 3 første ledd.

selskaper som settes under observasjon, er det Etikkrådet som har kontakt med selskapet for å vurdere om grunnlaget for observasjon fortsatt er til stede. Gjeldende organisering er illustrert i figur 13.1.



Figur 13.1 Gjeldende organisering av det etiske rammeverket

Kilde: Finansdepartementet.

13.2.2 Organisering ved innføringen av de etiske retningslinjene i 2004

Da de etiske retningslinjene ble innført i 2004, fulgte Finansdepartementet opp Graverutvalgets forslag om å opprette et eget etisk råd med fem medlemmer:

> *«Rådet skal gi Finansdepartementet råd om konkrete selskaper bør utelukkes fra Petroleumsfondet i henhold til de etiske retningslinjene. … Det legges opp til at rådet på eget initiativ eller etter anmodning fra Finansdepartementet skal ta opp til vurdering om konkrete investeringer bør utelukkes i henhold til retningslinjene for filtrering og uttrekk … Rådet avgir årlig rapport om sin virksomhet til Finansdepartementet.»* [2]

Fram til og med 2014 ble tilrådingene fra Etikkrådet gitt til Finansdepartementet, og departementet besluttet om selskaper skulle utelukkes fra fondet.

Norges Bank fikk ansvar for eierskapsutøvelsen. Målet for eierskapsutøvelsen var å fremme fondets langsiktige finansielle avkastning. Departementet understreket i stortingsmeldingen at etiske hensyn ikke var et selvstendig mål for eierskapsutøvelsen, og at en avveiing mellom finansielle og etiske mål var en politisk oppgave som ikke kan utføres av Norges Bank.[3] Videre står det i meldingen:

[2] St.meld. nr. 2 (2003–2004) Revidert nasjonalbudsjett 2004, s. 68.

[3] St.meld. nr. 2 (2003–2004), s. 64.

«… Hvis Norges Bank skulle få i oppgave å ivareta etiske hensyn utover det som er i fondets langsiktige finansielle interesse, ville det gi uklare linjer i arbeidsdelingen mellom Finansdepartementet og Norges Bank. … Således ville bankens ansvar for de finansielle resultatene lett bli uklare, og en ville ikke lenger ha noen fullgod målestokk for å vurdere bankens prestasjoner som finansiell forvalter.»[4]

Som vist til i kapitlene 4 og 5, definerte Graverutvalget to etiske forpliktelser for fondet. Fondet skulle for det første forvaltes slik at verdiene bevares og utvikles til nytte for nålevende og senere generasjoner. Den andre forpliktelsen var å søke å unngå å være investert i selskaper som forårsaker eller medvirker til grove etiske normbrudd.

Fra starten av var begge forpliktelsene del av formålsparagrafen for «*Etiske retningslinjer for Statens petroleumsfond*», som retningslinjene het da de ble innført i 2004.

13.2.3 Retningslinjene og oppgavene ble endret i 2010

I 2010 ble *«Etiske retningslinjer for Statens petroleumsfond»* formelt avviklet. Bestemmelsene med kriterier for utelukkelse av selskaper ble fra da av lagt inn i nye «*Retningslinjer for observasjon og utelukkelse av selskaper fra Statens pensjonsfond utland*». Videre ble formålsparagrafen tatt ut av retningslinjene, inkludert forpliktelsen om å bevare fondet for senere generasjoner. Som tittelen på retningslinjene beskriver, ble observasjon tatt inn som nytt virkemiddel. Bestemmelsene om eierskapsutøvelse ble tatt ut av retningslinjene og i stedet lagt inn i et eget kapittel om ansvarlig forvaltning i «*Mandat for forvaltningen av Statens pensjonsfond utland*» som Finansdepartementet ga til Norges Bank. Eierskapsutøvelse inngikk her som ett blant flere virkemidler i den ansvarlige forvaltningen.

Etikkrådet skulle følge opp retningslinjene om observasjon og utelukkelse med sine råd, og Finansdepartementet gjennom sine vedtak. Norges Bank fulgte opp mandatets bestemmelser om ansvarlig forvaltning. I mandatet ble hovedstyret bedt om å fastsette prinsipper for ansvarlig forvaltning med vekt på å ha en lang tidshorisont og bred spredning av investeringene. Prinsippene skulle baseres på hensynene til god selskapsstyring, miljø og samfunnsmessige forhold i forvaltningen i tråd med internasjonalt anerkjente prinsipper fra blant andre OECD og FN.

Graverutvalget skrev at «*det er grunn til å tro at den forpliktelse vi har til å sikre våre etterkommere et økonomisk handlingsrom i mange situasjoner vil være sammenfallende med hensynet til andre etiske forpliktelser. Imidlertid vil det oppstå situasjoner hvor ønsket om å ivareta ulike etiske forpliktelser kommer i konflikt*.»[5] Graverutvalget foreslo en høy terskel for utelukkelse. Det reduserer risikoen for at det kan oppstå konflikt mellom de to etiske forpliktelsene, men tar den ikke helt bort, se nærmere omtale i kapittel 8.

Hensynet til senere generasjoner ivaretas i loven om fondet gjennom bestemmelser om at målet med investeringene «*skal være å oppnå høyest mulig avkastning med en akseptabel*

[4] St.meld. nr. 2 (2003–2004), s. 64.

[5] NOU 2003: 22 Forvaltning for fremtiden, vedlegg 2, s. 47.

risiko. Innenfor denne rammen skal fondet forvaltes ansvarlig.»[6] Dette er også tatt inn i mandatet for forvaltningen der det heter at *«[b]anken skal søke å oppnå høyest mulig avkastning etter kostnader målt i investeringsporteføljens valutakurv … innenfor de rammer som gjelder for forvaltningen»*. Forvaltningen er rammet inn blant annet ved at banken skal forholde seg til en referanseindeks som den i begrenset grad kan avvike fra. Det er videre satt ulike former for risikomål for forvaltningen. Selskaper som utelukkes, vil tas ut av investeringsuniverset og referanseindeksen og slik bli del av rammen banken må forholde seg til.

13.2.4 Norges Bank fikk ansvar for å beslutte observasjon og utelukkelse i 2014

I 2013 ba Finansdepartementet Strategirådet for SPU om å vurdere om Etikkrådets virksomhet burde integreres i Norges Bank. Strategirådet anbefalte å legge Etikkrådet inn i banken, og departementet foreslo dette for Stortinget.[7]

Finansdepartementet skrev i stortingsmeldingen om fondet i 2014 at det var ønske om økt samspill mellom eierskapsutøvelsen og arbeidet med å utelukke selskaper, og at dette «*bare til en viss grad [har] latt seg gjennomføre, mye grunnet at virkemidlene ligger i separate institusjoner»*.[8] Departementet mente samspillet og ressursbruken i arbeidet med ansvarlig forvaltning burde styrkes.

Departementet viste videre til at Norges Bank og Etikkrådet i økende grad arbeidet med beslektede problemstillinger, og at dette kunne forventes å bli forsterket framover. Det fulgte blant annet av at banken hadde arbeidet målrettet for å integrere miljømessige og samfunnsmessige forhold i forvaltningen. Videre skrev departementet:

> *«… Banken har også dialog med selskaper om temaer som kan ha berøringspunkter med kriteriene for utelukkelse. Usikkerhet om hvem som reelt sett ivaretar fondets interesser innenfor et saksområde gir mindre slagkraft i arbeidet med ansvarlig investeringspraksis. Det er også viktig med konsistens og forutsigbarhet i virkemiddelbruken i fondsforvaltningen. En samling av virkemidlene gir grunnlag for en mer helhetlig tilnærming.»*[9]

Departementet skrev videre i stortingsmeldingen at beslutningene om å utelukke eller sette selskaper til observasjon burde flyttes fra departementet til Norges Bank:

> *«En samling av alle virkemidlene i arbeidet med ansvarlige investeringer i Norges Bank vil etter departementets syn kunne bidra til en klargjøring av at eierskapsutøvelse i enkeltselskaper og utelukkelser av selskaper ikke er et uttrykk for regjeringens syn på*

---

[6] Mandat for forvaltningen av Statens pensjonsfond utland § 1-2.

[7] Strategirådet (2013), Ansvarlig investeringspraksis og Statens pensjonsfond utland, hovedrapport 11. november 2013. Rådet ble ledet av professor Elroy Dimson.

[8] Meld. St. 19 (2013–2014) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2013, s. 48.

[9] Meld. St. 19 (2013–2014), s. 48.

bestemte selskaper eller stater, men er et resultat av de etiske begrensninger som er pålagt forvaltningen. Det vil også redusere risikoen for at fondets handlinger tolkes som uttrykk for ønsker om å øve en politisk innflytelse på selskaper eller markeder der fondet er investert.» [10]

Her ble altså andre hensyn lagt vekt på enn de som lå til grunn for at Finansdepartementet fikk beslutningskompetansen i 2004.

Ved å legge ansvaret for å utelukke selskaper til Norges Bank ville en etter departementets syn få *«en samlet kjede av virkemidler innen arbeidet med ansvarlige investeringer, herunder det etiske arbeidet»*.[11] Det ville bli lettere å dra nytte av eventuelle vekselvirkninger mellom utelukkelse og annen eierskapsaktivitet, og det ville gi bedre intern konsistens i forvaltningen av fondet. Omleggingen kan også ses i lys av at behandlingen av enkeltsaker i departementet etter råd fra Etikkrådet tok lang tid, og at det tidvis hadde bygget seg opp et etterslep.

Stortinget sa seg enig i at Norges Bank skulle ta beslutninger om utelukkelse av selskaper, men gikk samtidig imot å legge Etikkrådet inn i Norges Bank. Finanskomiteen viste her til at *«ordningen med et uavhengig etikkråd har mange fordeler»* og gikk inn for at et etikkråd oppnevnt av departementet burde opprettholdes. [12]

Stortingets finanskomité understreket her at det var viktig med tydeligere ansvarslinjer og bedre kommunikasjon i arbeidet mellom Norges Bank og Etikkrådet slik at man fikk en mest mulig sammenhengende kjede av virkemidler. Norges Bank fikk som oppgave å innstille kandidater til departementets oppnevning av medlemmer til Etikkrådet.

Etter at formålsbestemmelsen ble tatt bort, virkemidlene splittet opp i to ulike regelverk og kompetansen til å vedta uttrekk lagt til Norges Bank, hadde ikke hensynet til høy avkastning, bred spredning av risiko og til kommende generasjoner en like klar forankring i det etiske rammeverket lenger.

13.2.5 Organiseringen av SPU sammenliknet med andre fond

Fond og kapitalforvaltere i vårt og andre land har valgt å organisere arbeidet med ansvarlig forvaltning og utelukkelse av selskaper ulikt. Enkelte har skilt arbeidet med å vurdere hvilke selskaper som skal utelukkes fra den løpende avkastningssøkende forvaltningen. Det gjaldt for SPU fram til og med 2014, se ovenfor. Et annet eksempel på en slik organisering er det nederlandske tjenestepensjonsfondet for ansatte i offentlig sektor, ABP. ABP definerer en indeks og et investeringsunivers der visse typer virksomheter er utelukket for brudd på konvensjoner eller ut fra bærekraftshensyn. Forvaltningsorganisasjonen APG forvalter midlene på vegne av ABP innenfor dette universet.

En annen modell som er mer vanlig blant forvaltere, er at vurderinger av selskaper for utelukkelse inngår som en integrert del av en samlet forvaltning. Det danske pensjonsfondet

[10] Meld. St. 19 (2013–2014), s. 49.

[11] Meld. St. 19 (2013–2014), s. 49.

[12] Innst. 200 S (2013–2014), s. 8–9.

ATP og de svenske AP-fondene er her eksempler. AP-fondene har selv opprettet et etikkråd som bistår dem med råd om blant annet utelukkelser på et etisk grunnlag. Etikkrådet er rådgivende, og det er det enkelte fondet som beslutter utelukkelser. Ansvarlig forvaltning i andre fond er nærmere omtalt i kapittel 27.

Organiseringen av SPU ligger mellom de to modellene beskrevet ovenfor med tre aktører involvert. Finansdepartementet definerer et investeringsunivers og en referanseindeks som de finansielle resultatene i forvaltningen måles mot. Departementet fastsetter også en risikoramme for aktiv forvaltning. Norges Bank forvalter fondet etter mandat fra departementet. Her er avkastning, å spre risiko, kostnadskontroll og åpenhet tillagt vekt. Mandatet stiller samtidig krav om at fondet skal forvaltes ansvarlig. Banken skal basere den ansvarlige forvaltningen på hensynene til god selskapsstyring, miljø og samfunnsmessige forhold i tråd med prinsipper fra blant andre OECD og FN.

Etikkrådets oppgaver er siden 2010, som vist til ovenfor, gitt i egne retningslinjer. Rådet skal vurdere om selskaper fondet eier, forårsaker eller medvirker til grove etiske normbrudd. Banken kan be Etikkrådet vurdere enkeltselskaper banken har identifisert. Som navnet sier, er Etikkrådet et rådgivende og ikke et besluttende organ. Tilrådingene gis til Norges Bank. Når Etikkrådet har gitt råd om å utelukke et selskap fra investeringsuniverset, har Norges Bank fire alternativer. Den kan følge rådet og selge aksjene i det aktuelle selskapet. Finansdepartementet informeres og tar selskapet ut av fondets referanseindeks og investeringsunivers. Alternativt kan banken følge opp selskapet ved såkalt «særskilt» eierskapsutøvelse. En tredje mulighet er å vedta observasjon av selskapet. Observasjon er en form for eierskapsutøvelse, men den utføres av Etikkrådet. Et fjerde alternativ kunne ha vært ikke å gjøre noe. Dette alternativet er hittil ikke blitt benyttet.

Banken har kompetanse til å fatte vedtak om å utelukke et selskap fra fondets investeringsunivers og selge aksjene, men for de fleste kriteriene bare etter råd fra Etikkrådet.

13.3 Utvalgets vurderinger av organisering

13.3.1 Gjeldende arbeidsdeling og organisering

Det har helt siden aksjer ble besluttet innført i fondet i 1997, vært mye oppmerksomhet om etikk og ansvarlig forvaltning. På et område som er så åpent for ulike syn, har den ansvarlige forvaltningen etter utvalgets syn hatt en så bred oppslutning i den norske befolkningen som vi realistisk har kunnet forvente.

Etikkrådet har etter det utvalget kan bedømme, utført sitt oppdrag med gjennomgående god kvalitet. Tilrådingene er grundige og omfattende. I Norge har det tidvis kommet forslag til både Etikkrådet og Norges Bank og Finansdepartementet om å utelukke flere selskaper. Etikkrådet har så langt utvalget har kunnet vurdere det, vært konsistent over tid i praktiseringen av kriteriene.

Norges Bank har på sin side utviklet og bygget ut den ansvarlige forvaltningen og rapporterer grundig om denne, se nærmere omtale i kapittel 9.

Også aktørene selv har ment at systemet har fungert tilfredsstillende. Menon Economics vurderte i 2024 arbeidet med utelukkelse og observasjon på oppdrag fra Norges Banks representantskap. Menon intervjuet representanter fra Norges Bank, Etikkrådet og Finansdepartementet, og ifølge Menon ga alle de intervjuede «*uttrykk for at 1) roller og ansvar er klart beskrevet og 2) at de er utført i tråd med beskrivelsen*».[13] Menon viste til at det er etablert rutiner for jevnlig utveksling av informasjon mellom banken og Etikkrådet i tråd med retningslinjene. Det er ifølge rapporten noe overlapp mellom NBIM og Etikkrådet i arbeidet med å overvåke og vurdere «*etiske forhold*» i porteføljen, men overlapp er ifølge rapporten samtidig vanskelig å unngå gitt bankens ansvar for den ansvarlige forvaltningen.

Rammeverket og organiseringen har på denne bakgrunn fungert tilfredsstillende. Samtidig stilte Stortinget rammeverket i bero i fjor fordi det ble utfordret på viktige punkter. Stortingets vedtak og utvalgets mandat viser til nye utviklingstrekk og utfordringer som fondet ikke i samme grad er blitt stilt overfor tidligere. Etter utvalgets syn peker disse også mot sider ved hvordan ansvar og oppgaver er organisert.

13.3.2 Arbeidsoppgaver for Etikkrådet og Norges Bank

Etikkrådet skal identifisere risiko for grove normbrudd
Et etikkråd kan spille en viktig rolle i å forvalte det etiske rammeverket. Utvalget tilrår å ha et slikt råd også framover. Rådet kan bidra med ekstern ekspertise og råd som banken kan bygge sine vurderinger og beslutninger på. Det har verdi å ha et eget organ som bare vurderer de etiske sidene ved selskapers adferd. Etikkrådet skal ikke ta hensyn til selskapenes økonomiske betydning for fondet.

Utvalget fremmer flere forslag som har betydning for Norges Bank og Etikkrådet sine oppgaver og ansvar:

- Vi foreslår å samle retningslinjene for forvaltningen av SPU, og ikke ha to separate som nå, se nærmere omtale i kapittel 15. Norges Bank har ansvar for alle vedtak og begrunnelsen for dem.
- Etikkrådet gir vurderinger og råd om det er en uakseptabel risiko for at selskaper SPU har eierandeler i, forårsaker eller medvirker til grove normbrudd, men ikke om valg av virkemidler. Det er Norges Bank som fatter vedtak om bruk av virkemidler for å motvirke normbruddet. Eieroppfølging skal velges så lenge det kan være utsikt til å nå fram.
- Etikkrådet kan også vurdere og gi råd om enkelte sektorer, bransjer og geografiske områder der risikoen for grove normbrudd er uakseptabelt høy som et grunnlag for bankens oppfølging i den ansvarlige forvaltningen.
- Eierskapsoppfølging er Norges Bank sitt ansvar. Ordningen med observasjon av selskaper fra Etikkrådets side faller bort.

[13] Menon Economics (2024), s. 5.

- Etikkrådet innhenter, som i dag, informasjon om selskaper for sine analyser og får faktum kvalitetssikret av dem.
- Norges Bank kan ta initiativ overfor Etikkrådet for å få vurdert risikoen for normbrudd i selskaper eller sektorer og bransjer.
- Norges Bank skal legge vekt på å være forberedt når konflikt utvikler seg mot væpnet kamp eller krig i eller mellom land. Ulike utviklingsbaner og bruk av virkemidler skal vurderes. Her bør banken også innhente Etikkrådets vurderinger av hvor risikoen er størst for grove normbrudd. Hvis utviklingen tilspisser seg, kan banken reagere raskt.

Hvilke forhold Etikkrådet og Norges Bank skal vurdere ved risiko for grove normbrudd og selskapers medvirkning, er nærmere omtalt i kapitlene 11 og 15.

Vurderinger i to trinn

Etikkrådet bidrar gjennom sine innspill til å styrke arbeidet med det etiske rammeverket ved at vurdering av om det er en uakseptabel risiko for at selskaper forårsaker eller medvirker til grove etiske normbrudd, behandles i to trinn. Etikkrådet gir råd om det er en uakseptabel risiko for normbrudd. Etter at Etikkrådets risikovurderinger foreligger, må banken selv avveie ulike hensyn og velge bruk av virkemidler i oppfølgingen av selskapene. At Etikkrådet bare vurderer de etiske sidene uten å ta hensyn til de økonomiske, bidrar til at banken har et godt grunnlag for sine vedtak.

At Etikkrådet bidrar med risikovurderinger, men ikke gir råd om virkemiddel, vil i noen grad endre formen på rådene, men Etikkrådets arbeid og vurderinger vil ikke endres vesentlig. Etikkrådet skal overvåke porteføljen og vurdere selskaper opp mot kriteriene i retningslinjene. Det bør i utgangspunktet være de samme forholdene Etikkrådet analyserer i dag.

Denne endringen vil gjøre det tydelig at ansvaret for valg av virkemiddel og oppfølging ligger i Norges Bank. Som besluttende organ må banken på selvstendig grunnlag stå inne for og stille seg bak alle sider ved en beslutning, også de etiske hensyn som Etikkrådet vurderer i sine oversendelser. Skulle det utvikle seg ulike syn i Etikkrådet og Norges Bank på tolkninger av de etiske retningslinjene, for eksempel om terskelen som tilsier at et normbrudd er grovt, bør banken redegjøre for dette til departementet på egnet måte.

Til forskjell fra Etikkrådet har banken som oppgave også å vurdere virkningen av eventuelle utelukkelser på spredningen av risiko i porteføljen og forventet avkastning. Økonomiske hensyn er et godt stykke på vei ivaretatt ved at terskelen for uttrekk skal være høy. Det kan likevel være en restrisiko. Det kan da være riktig å måtte avveie de to etiske forpliktelsene, jf. kapittel 8. Etter hvert er verdien av selskapene som er trukket ut, blitt ganske stor, jf. kapittel 18. Den terskelen som er satt for uttrekk, tar heller ikke hensyn til at kapitalmarkedene er preget av økt konsentrasjon i enkeltselskaper, sektorer og bransjer. Risikoen har økt for at det blir motstrid mellom de etiske forpliktelsene, se kapitlene 4 og 18. Norges Bank må ta hensyn til dette i sine valg av virkemiddelbruk i den ansvarlige forvaltningen.

Etikkrådets sammensetning
Etikkrådet bør ha en sammensetning som gjenspeiler bredden i sakene som rådet vurderer. Utvalget antar det kan tas utgangspunkt i hvordan Etikkrådet er satt sammen i dag. Det bør samtidig være en balanse mellom hensynet til kontinuitet og fornyelse blant medlemmene. Det vil også ivareta hensynet til at saksområdene som vil være de mest aktuelle for rådet, vil kunne endre seg over tid. Slike endringer bør i tilfelle gjenspeiles i rådets kompetanse og sammensetning.

13.3.3 To mulige modeller for å organisere Etikkrådet

13.3.3.1 Innledning

Etikkrådet oppnevnes i dag av Finansdepartementet etter innstilling fra Norges Bank. Rådet legger fram årlige virksomhetsplaner for departementet og rapporterer til departementet om sin virksomhet. Virksomheten finansieres over Finansdepartementets budsjett, og sekretariatet er ansatt i departementet.

Fram til og med 2014 ga Etikkrådet sine tilrådinger til Finansdepartementet, som også fattet beslutningene om utelukkelse. Siden da har Norges Bank mottatt rådene og fattet beslutningene. Departementet foreslo da også å legge Etikkrådet inn i banken, blant annet for å markere større avstand mellom fondet og regjeringen. Stortinget sluttet seg til at beslutningsmyndigheten ble flyttet til banken, men gikk imot å legge Etikkrådet inn i banken. Finanskomiteen viste til at «ordningen med et uavhengig etikkråd har mange fordeler». Samtidig fikk banken oppgaven med å innstille kandidater til rådet. Departementet har så langt fulgt bankens innstillinger.

Utvalget legger fram to modeller. Den ene viderefører dagens ordning der Finansdepartementet oppnevner rådet. I den andre oppnevner Norges Bank rådet. I begge modellene skal Etikkrådet være faglig uavhengig og bare vurdere risikoen for at selskaper medvirker til grove normbrudd, og ikke vektlegge selskapenes økonomiske betydning for fondet. Etikkrådets mandat er det samme i begge modellene. Banken beslutter valg av virkemidler og eventuelle uttrekk av selskaper. I begge modellene er det viktig at de enhetene i banken som søker meravkastning, ikke har avgjørende innflytelse på bankens vurderinger. Utvalget legger til grunn at risikovurderingene og eventuelle uttrekk er saker av særlig viktighet som behandles av hovedstyret.

Valget mellom modellene berører flere hensyn. Et første sett av hensyn er praktiske. Hvis sekretariatet ligger i banken, får det tilgang til bankens ressurser til overvåking og analyse, og Etikkrådets arbeid kan samordnes tettere med bankens dialog med selskapene. Et andre sett av hensyn gjelder uavhengighet. Etikkrådet bør ha avstand både til politiske myndigheter og til de finansielle vurderingene i forvaltningen, og modellene ivaretar disse to formene for uavhengighet i ulik grad. Når banken oppnevner rådet, blir avstanden til regjeringen større. Det kan styrke inntrykket av at fondet ikke er et utenrikspolitisk verktøy. Når departementet oppnevner rådet, blir avstanden til den som forvalter fondet, større. Det kan styrke tilliten til at hensynet til avkastning ikke påvirker de etiske vurderingene. Et tredje hensyn gjelder hvem som bør oppnevne organet som gir de politisk fastsatte retningslinjene konkret innhold.

Begge modellene har dermed styrker og svakheter, og det kan være ulike syn på hvilke hensyn som er viktigst. Utvalget presenterer begge modellene uten å tilrå én av dem.

13.3.3.2 Et Etikkråd oppnevnt av Norges Banks hovedstyre

Et argument for at Norges Bank skal oppnevne Etikkrådet, er at sekretariatet da kan ligge i banken og få tilgang til bankens ressurser. Siden plasseringen av Etikkrådet sist ble vurdert, har Norges Bank styrket kompetansen på, og arbeidet med, ansvarlig forvaltning betydelig. Norge Bank har også videreutviklet styringen av risikoen i porteføljen til å omfatte bærekraftrisiko.

Norges Bank har langt større kapasitet til å overvåke fondets portefølje enn Etikkrådet. Banken har over tid bygget opp datatilgang, analyseverktøy og støttefunksjoner, og nye verktøy som kunstig intelligens (KI) gjør overvåkingen mer effektiv. Med et sekretariat i banken ville Etikkrådet kunne støtte seg på mer fullstendige og helhetlige analyser i sitt arbeid enn det en mindre enhet utenfor banken vil kunne gi.

Samtidig vil en innlemming av Etikkrådets sekretariat i banken kunne styrke og utfylle bankens kompetanse på ansvarlig forvaltning og overvåking av bærekraftrisiko ytterligere.

Et annet argument er at kommunikasjonen med selskapene bør være samordnet. Det er lettere å få til når sekretariatet ligger i banken. Selskapene slipper å forholde seg til to institusjoner med ulik tilknytning til staten. Når Etikkrådet er oppnevnt av departementet og sekretariatet er ansatt der, kan selskapene oppfatte det som et brudd mellom rådets undersøkelser og bankens eierskapsutøvelse. Det kan svekke bankens gjennomslag i dialogen. Etter utvalgets forslag skal banken som hovedregel først forsøke eierskapsutøvelse overfor selskaper der Etikkrådet har pekt på at det er en uakseptabel risiko for grove normbrudd.

Modellen vil gi klarere ansvarslinjer. Etter 2014 har Norges Bank mottatt Etikkrådets råd og innstilt rådets medlemmer. Hvis banken også oppnevner rådet, ligger ansvaret samlet ett sted.

Modellen gir også større avstand mellom Etikkrådet og politiske myndigheter. Fra norsk side understrekes det at Etikkrådet er faglig uavhengig, og at tilrådingene ikke er kritikk fra norske myndigheter mot selskapene eller deres hjemland. Så lenge rådet er oppnevnt, finansiert og bemannet av Finansdepartementet, kan selskaper og myndigheter i andre land likevel oppfatte vurderingene som uttrykk for den norske statens syn. Hvis banken oppnevner rådet, kan departementet med større tyngde vise til at vurderingene og beslutningene er tatt uavhengig av regjeringen. Hensynet til armlengdes avstand mellom regjeringen og fondet var et argument allerede i 2014. Utvalget mener dette hensynet trolig har blitt viktigere i en mer politisk krevende verden.

I denne modellen er sekretariatet ansatt i banken, men arbeider etter mandat fra Etikkrådet og rapporterer faglig til rådet. Rådet finansieres av Norges Bank gjennom vedtak i representantskapet. Etikkrådet rapporterer årlig om sin virksomhet. Rapporten inngår i bankens rapportering til departementet og bør også offentliggjøres. Banken må organisere sekretariatet slik at Etikkrådet bare vurderer etiske forhold ved selskapene, og ikke tar hensyn til hvilken økonomisk betydning de har for fondet.

13.3.3.3 Et Etikkråd oppnevnt av Finansdepartementet

Et argument for at Finansdepartementet skal oppnevne Etikkrådet, er uavhengighet fra den finansielle forvaltningen. I ingen av modellene skal de økonomiske konsekvensene av et uttrekk inngå i Etikkrådets vurderinger. Det kan oppfattes som om denne uavhengigheten er best ivaretatt når vurderingene gjøres av et organ som ikke er oppnevnt, finansiert og bemannet av den institusjonen som forvalter fondet og må håndtere de økonomiske konsekvensene av uttrekk.

Etter utvalgets forslag skal banken også selv avveie hensynet til bred spredning mot hensynet til å unngå medvirkning til grove normbrudd. Det kan argumenteres for at dette gjør det viktigere at risikovurderingene gjøres av et råd som ikke har noen tilknytning til forvaltningen.

Uavhengighet kan også ha betydning for tilliten til ordningen, særlig tilliten til at hensynet til fondets avkastning ikke tillegges større vekt enn retningslinjene gir grunnlag for. Siden det er banken som fatter de endelige beslutningene om uttrekk av selskaper, vil Etikkrådets vurderinger av risiko for grove normbrudd være en viktig målestokk som bankens beslutninger kan vurderes mot. Tilliten til disse vurderingene som en uavhengig målestokk kan være større dersom de ikke utarbeides av et råd som er oppnevnt av banken selv.

Et annet argument er at retningslinjene uttrykker politisk fastsatte verdivalg, og at Etikkrådet gir dem konkret innhold når selskaper vurderes. Det kan tale for at rådet oppnevnes av departementet, som har ansvaret for retningslinjene og står til ansvar overfor Stortinget, og ikke av forvalteren som skal etterleve dem.

I denne modellen videreføres dagens ordning for oppnevning, der Finansdepartementet oppnevner rådets medlemmer etter innstilling fra Norges Bank.

13.3.4 Endring i investeringsunivers og referanseindeks

Banken er en ansvarlig, finansiell investor som søker avkastning på investeringene og kostnadseffektivitet. Banken måles løpende på oppnådd netto meravkastning sammenliknet med en referanseindeks som Finansdepartementet eier og har ansvar for. Det er et viktig prinsipp at Finansdepartementet eier og fastsetter fondets referanseindeks. Departementet bestemmer her blant annet hvilke aktivaklasser som inngår, spredningen på land og regioner og grensen for hvor mye banken tillates å avvike fra indeksen.

Ved utelukkelser er det likevel i praksis Norges Bank som gjennom sine beslutninger har endret referanseindeksen. Banken har informert departementet om sin beslutning om å utelukke ett eller flere selskaper. Departementet har deretter tidfestet endringer i investeringsunivers og referanseindeks etter en fast regel som er gjort kjent for banken i brev.

Utvalget mener denne praksisen bør formaliseres ved å ta inn en bestemmelse i Norges Banks mandat der det slås fast at investeringsunivers og referanseindeks skal endres etter en regel fastsatt av departementet etter beslutninger av banken av eventuelle utelukkelser. Det bør også framgå av mandatet at departementet skal fastsette regler for hvordan kapitalen fra salget av slike selskaper skal reinvesteres.

Det er generelt viktig at hovedstyret, både i dag og med de endringer utvalget foreslår, organiserer arbeidet slik at forvaltningsenheten som søker relativ avkastning ikke har avgjørende innflytelse på den indeksen som resultatene måles mot. Organiseringen må være i tråd med anerkjente prinsipper for avkastningsmåling. Uttrekk av selskaper på etisk grunnlag vil etter utvalgets syn være saker av særlig viktighet som krever behandling i hovedstyret.

Referanseindeksen vil etter forslaget fortsatt justeres etter en fast regel som Finansdepartementet har fastsatt. Selve regelen må av markedsmessige hensyn holdes unntatt offentlighet. Departementet vil fortsatt eie indeksen og kan endre regelen ved behov. En fordel med en slik løsning vil være å tydeliggjøre bankens ansvar og at det ikke kan etterlates et inntrykk av at departementet vurderer hver enkelt beslutning om enkeltselskaper. Norges Bank må likevel informere departementet om etiske utelukkelser og endringer i referanseindeks og investeringsunivers i ettertid.

13.3.5 Vurderinger av Norges Banks skjønnsutøvelse mv.

Finansdepartementet bør fortsatt vurdere og ha formeninger om hvilke avveiinger og hensyn som tillegges vekt i utøvelsen av den ansvarlige forvaltningen. Departementet bør vurdere skjønnsutøvelsen og rapportere til Stortinget om sitt syn. Både departementet og Stortinget bør kunne kommentere bankens utøvelse av skjønn og avveiinger, og uten å vurdere enkeltselskaper og enkeltbeslutninger. Utvalget legger til grunn at dette også ivaretar det hensynet som Graverutvalget var opptatt av da utvalget skrev at «*å rense porteføljen for klart uetiske investeringer bør være et eieransvar og ikke et forvalteransvar*».[14] Bankens avveiinger kan være krevende og saksområdet komplekst. Departementet bør ha det med seg i vurderingene av banken.

Finansdepartementet bør kunne innhente vurderinger fra eksterne om sider ved bankens skjønnsutøvelse, se figur 13.2. Det kan vurderes å legge en slik oppgave til Ekspertrådet for SPU som blant annet bistår departementets arbeid med den ansvarlige forvaltningen. I tillegg til Norges Banks egen rapportering vil slike eksterne vurderinger styrke departementets og Stortingets grunnlag for å vurdere Norges Banks utøvelse.

Departementet bør også se til at Etikkrådet og sekretariatet tilføres tilstrekkelig ressurser til å utføre sitt oppdrag.

[14] NOU 2003: 22, s. 24.



Figur 13.2 Vurdering og rapportering av skjønnsutøvelse i forvaltningen av SPU

Kilde: Finansdepartementet.

Denne styringsstrukturen legger etter utvalgets mening til rette for god rapportering og åpenhet i flere ledd i forvaltningen av fondet.

14 Rapportering og åpenhet

14.1 Innledning

Utvalget er i mandatet bedt om å *«vurdere om offentliggjøringen av beslutninger og tilrådinger bør endres.»*

Åpenhet er en forutsetning for tillit til forvaltningen av Statens pensjonsfond utland (SPU) og et demokratisk gode. Fondet er fellesskapets midler, og allmennheten må kunne se hvordan de forvaltes. For Finansdepartementet og Stortinget er det viktig med tilstrekkelig rapportering som grunnlag for å vurdere måloppnåelse, og for å kunne stille forvalteren til ansvar. Offentlighet rundt fondets etiske arbeid er også av betydning for selskapene fondet er investert i.

Åpenhet om de etiske vurderingene har kjennetegnet den norske modellen siden Graver-utvalgets utredning i 2003. Forvaltningsmandatet for Norges Bank stiller krav om åpenhet. Etter § 1-3 skal det *«være størst mulig åpenhet om forvaltningen innenfor de rammer som settes av en forsvarlig gjennomføring av forvaltningsoppdraget»*. Åpenhet skal praktiseres på en måte som tar hensyn til fondets virksomhet og formål. Utvalget legger til grunn at det skal være slik også framover.

Utvalget foreslår at Norges Bank framover som en hovedregel skal prøve eierskapsutøvelse for å motvirke en uakseptabel risiko for grove normbrudd som Etikkrådet har identifisert. Dette innebærer en endring fra tidligere av hvordan selskaper som rådet identifiserer, skal følges opp.

Utvalgets forslag vil innebære at Norges Bank framover vil søke å motvirke risikoen for grove normbrudd i langt flere selskaper enn tidligere. For å nå fram i en dialog med selskapene, må banken ha tillit hos dem. I noen tilfeller vil eierskapsutøvelse føre fram, i andre tilfeller vil et selskap kunne bli utelukket. For å legge til rette for god dialog med selskapene og for å unngå å dele markedssensitiv informasjon som kan gi økonomiske tap for fondet, kan det være behov for å endre offentlighetens innsyn i Etikkrådets risikovurderinger av enkeltselskaper i perioder hvor de er under oppfølging av banken. Rammene for innsyn og kommunikasjon om enkeltselskaper bør også ta hensyn til at risikoen for motreaksjoner mot fondet i en politisk mer krevende verden, har økt, jf. kapittel 8.

Utvalget går inn for at åpenheten opprettholdes. Hvilke selskaper som utelukkes, og hvorfor, skal fortsatt være offentlig. Banken kan her se hen til praksis blant andre fond, se boks 14.1. Banken må imidlertid kunne utsette offentliggjøringen mens den arbeider med det enkelte selskapet.

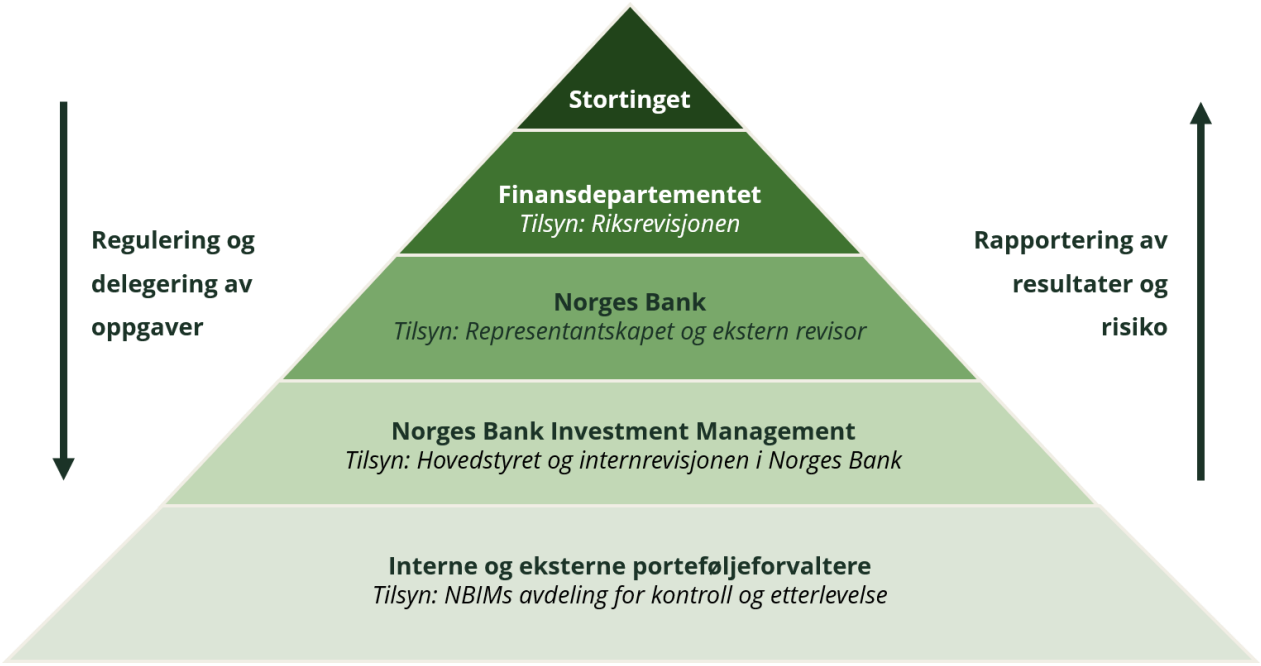
Åpenhet og offentlighet har flere sider. Avsnitt 14.2 omtaler sentrale utgangspunkter for utvalgets forslag, herunder hovedlinjene i situasjonen i dag. Avsnitt 14.3 behandler utvalgets forslag om kommunikasjon og rapportering. Avsnitt 14.4 behandler spørsmål om offentlig innsyn i det etiske arbeidet overfor enkeltselskaper, herunder forslag til enkelte nødvendige endringer i sentralbankloven.

14.2 Situasjonen i dag

14.2.1 Styring, rapportering og tilsyn

I styringen av forvaltningen setter Stortinget og departementet rammer og mål, fører tilsyn og evaluerer måloppnåelsen i ettertid. Dette gir en demokratisk forankring av styringen av fondet, som også sikrer åpenhet rundt fondets virksomhet.

Stortinget og Finansdepartementet fastsetter rammer og mål for forvaltningen og kontrollerer i ettertid om målene er nådd. Etter lov om Statens pensjonsfond ligger forvaltningen til departementet, mens den operative forvaltningen er lagt til Norges Bank. Departementet har gitt nærmere regler i forvaltningsmandatet. Hvert ledd i styringskjeden står til ansvar overfor leddet over. Figur 14.1 viser systemet for regulering, rapportering og tilsyn:



Figur 14.1 Regulering, rapportering og tilsyn i forvaltningen av SPU

Kilde: Finansdepartementet.

Riksrevisjonen reviderer departementets forvaltning. Norges Banks representantskap, som velges av Stortinget, fører tilsyn med bankens drift og med at det er etablert *«hensiktsmessige rutiner for å sikre at bankens virksomhet utøves i henhold til lov, avtaler, vedtak og rammeverk for øvrig»*.[1] Tilsynet omfatter ikke hovedstyrets utøvelse av skjønnsmyndighet. Hovedstyrets skjønn og måloppnåelse vurderes av departementet, som rapporterer til Stortinget i de årlige meldingene om fondet. Finanskomiteen holder åpen høring om meldingen, der finansministeren møter sammen med blant andre leder for hovedstyret og leder for NBIM. I 2025 møtte også Etikkrådets leder.

[1] Lov 21. juni 2019 nr. 31 om Norges Bank og pengevesenet mv. (sentralbankloven) § 4-1 første ledd, jf. § 2-16.

Norges Bank rapporterer årlig om den ansvarlige forvaltningen. Banken offentliggjør beholdningslister hvert halvår og publiserer forventningsdokumenter og posisjonsnotater om en rekke temaer. Fem dager før hver generalforsamling kunngjør banken hvordan den vil stemme. Banken publiserer dessuten en årlig oversikt over selskaper den har hatt dialog med om selskapsstyring og bærekraft. I 2025 hadde banken 3 198 møter med 1 341 selskaper.[2] Oversikten viser antall kontakter og hvilke temaer som ble tatt opp. Listen over utelukkede selskaper oppdateres etter hvert som beslutninger offentliggjøres. SPU er tre år på rad rangert som verdens mest åpne fond.[3]

Etter retningslinjene for observasjon og utelukkelse er Etikkrådets tilrådinger som hovedregel blitt offentliggjort i sin helhet når Norges Bank har truffet sin beslutning, og ved utelukkelse først når nedsalget er gjennomført. Tilrådingene er omfattende og bærer et visst preg av domfellelser snarere enn vurderinger av risiko. Ingen av de andre fondene utvalget har sett på, offentliggjør begrunnelsene på denne måten, jf. boks 14.1.

Boks 14.1 Offentliggjøring av utelukkelser i andre fond

Det varierer betydelig hvordan ulike fond offentliggjør etisk begrunnede utelukkelser, se også omtale i kapittel 25.

Enkelte investorer publiserer navn, men ikke begrunnelser. Det danske pensjonsfondet ATP fører en offentlig liste med selskapsnavn, årstall og en kort årsakskategori, slik som «menneskerettigheter» og «klasevåpen». Det nederlandske pensjonsfondet ABP publiserer en tilsvarende liste hvert halvår. ABPs kriterier er i hovedsak produktbaserte.

Andre investorer offentliggjør ikke utelukkelser i det hele tatt. Kapitalforvalteren Aberdeen Group, det britiske kirkefondet Church Commissioners og det kanadiske pensjonsfondet Ontario Teachers' Pension Plan publiserer kriteriene sine, men navngir ikke selskapene som utelukkes. Utelukkelsene håndteres som interne investeringsbeslutninger.

De som er nærmest praktiseringen slik den har vært for SPU, er de svenske AP-fondenes etikkråd og New Zealands statlige pensjonsfond (NZ Super Fund), se eksempler nedenfor. Begge angir kriteriet for utelukkelsen og publiserer en kort forklaring for hvert selskap. Samtidig er begrunnelsene vesentlig kortere enn Etikkrådets. De er normalt på under 300 ord og holdt på et overordnet nivå.

Selskapet Zijin Mining Group er blitt utelukket fra både SPU, Ap-fondene og NZ Super Fund for alvorlig miljøskade. Tilrådingen fra Etikkrådet for SPU er på om lag ti sider og gjør rede for hendelsene ved selskapets anlegg, kildegrunnlaget, selskapets manglende svar

[2] Norges Bank Investment Management, Ansvarlig forvaltning 2025, og bankens årlige oversikt over selskapsdialoger. Tilgjengelig på nbim.no.

[3] Global Pension Transparency Benchmark, utarbeidet av CEM Benchmarking og Top1000funds.com, rangerte SPU øverst i 2023, 2024 og 2025.

på henvendelser og vurderingen mot retningslinjene. AP-fondenes etikkråd forklarer i en kort tekst på sine nettsider at utelukkelsen skyldes selskapets håndtering av avfall ved Porgera-gruven på Papua Ny-Guinea og at denne anses å være i strid med FNs konvensjon om biologisk mangfold. Rådet viser også til gjentatte forsøk på dialog med selskapet. NZ Super Funds publisering er på om lag 60 ord der det står at selskapet er utelukket etter alvorlige brudd på miljø- og sikkerhetsstandarder, blant annet et dambrudd.

AP-fondenes anbefaling om å utelukke Zijin Mining, 23. mai 2016:

> *«Zijin Mining Group Ltd är ett kinesiskt gruvbolag. Zijin äger sedan maj 2015 47,5% av Porgeragruva på Papua Nya Guinea. Metoden för avfallshantering vid gruvan kan kopplas till allvarlig negativ miljöpåverkan i strid med FN:s konvention om biologisk mångfald på grund av att de släpper ut stora mängder avfall i en närbelägen flod.*
>
> *Etikrådet har i sina dialoger med olika gruvbolag arbetat för att bolagen ska anta en policy där bolaget i framtiden avstår från att använda den kontroversiella metoden. Etikrådet har sedan 2012 försökt få till stånd en dialog med Zijin Mining då bolaget intialt ingick i det förbyggande projekt kring gruvbranschen som Etikrådet då inledde. Zijin Mining var det bolag som hade sämst förebyggande arbete på alla punkter och bolaget har historiskt haft allvarliga olyckor. Etikrådets bedömning är att fortsatta försök till att få till en dialog med Zijin inte är meningsfulla då bolaget trots otaliga försök inte responderar på Etikrådets eller andra investerares försök till dialog. Att bolaget i nuläget skulle anta en policy där de utlovar att i framtida projekt inte använda sig av den kontroversiella avfallsmetoden ter sig därför orealistisk.»*

NZ Funds anbefaling om å utelukke Zijin Mining, 26. september 2012:

> *"The Zijin Mining Group has been excluded following severe breaches of environmental and safety standards including toxic spills and emissions, and a tailings dam collapse which led to multiple fatalities. In 2010 Chinese regulators prosecuted the company and criticised its slow response to improving systems despite earlier warnings. The company faced multiple lawsuits in China.»*

14.2.2 Åpenhet og forsvarlig gjennomføring av oppdraget

Fondets etiske arbeid har hatt virkninger utover fondet selv. Graver-utvalget pekte på dette allerede i 2003 om de retningslinjene som ble foreslått:

> *«Petroleumsfondet kan også spille en rolle som modell for andre fond eller investorer. Fondets størrelse kan gjøre at mange følger nøye med på hva Petroleumsfondet foretar seg. Valget av hvorvidt og hvordan man innfører etiske retningslinjer i Petroleumsfondet, vil kunne ha en viktig signaleffekt og vil kunne få andre fond til å følge etter.»* [4]

Mestad-utvalget pekte på virkningen av offentliggjøring av de enkelte utelukkelsene:

[4] NOU 2003: 22 Forvaltning for fremtiden, punkt 3.2, s. 17.

> *«At Etikkrådets tilrådinger blir offentliggjort har i seg selv virkning. Mange ansvarlige investorer følger de utelukkelsene som SPU gjør, slik at virkningen for de selskapene det gjelder blir større enn at bare SPU trekker seg ut. I tillegg har tilrådingene en normdannende effekt fordi de i praksis er de eneste utførlig begrunnede anvendelsen av generelle normer om ansvarlig / etisk selskapsatferd.»*[5]

Utelukkelsene fra SPU er blitt en referanse for flere andre forvaltere i og utenfor Norge og en minstestandard for fond som markedsføres med en etisk profil. En undersøkelse av utelukkelseslistene til 86 institusjonelle investorer viser at selskaper som er utelukket fra SPU, i gjennomsnitt er utelukket av fem ganger så mange investorer som andre utelukkede selskaper.[6] Utvalget legger til grunn at en slik rolle som referanse eller pådriver ikke er et selvstendig formål for SPU.

Eierskapsutøvelse forutsetter en viss fortrolighet mellom eier og selskap, jf. kapittel 9 og 22. Blir det kjent at Etikkrådet mener det er en uakseptabel risiko for at et selskap kan medvirke til eller selv være ansvarlig for grove normbrudd, kan det i så fall svekke fondets mulighet til å motvirke normbrudd og oppfylle den etiske forpliktelsen til å sikre avkastning til nytte for nålevende og framtidige generasjoner. SPU er dessuten et stort og synlig statlig fond. Den kan utløse reaksjoner fra selskaper og mottiltak fra myndigheter. Det er risiko for at utelukkelser oppfattes som norsk utenrikspolitikk, jf. kapittel 8. Banken er ikke en politisk aktør og skal ikke framstå som det.

Risikoen for dette ble tillagt vekt da Finansdepartementet i 2021 la opp til at det i vurderinger av selskaper som i stor grad er kontrollert av staten i land med «*avvikende normer*», kan være «*et særlig behov for en tettere kommunikasjon mellom Etikkrådet og Norges Bank på et tidlig stadium*», og at «*Etikkrådet bør for slike selskaper kunne skrive tilråding om utelukkelse med en litt annen form og innretning enn andre tilrådinger ved at både risikovurderinger for land og bransje bør kunne tillegges vekt*».[7] Departementet la samtidig vekt på at alle selskaper skal vurderes individuelt og med grundighet, se også omtale i avsnitt 8.5.

Som et statlig fond er det særlig viktig å kommunisere klart utad hva fondet er, men også hva det ikke er. Holdningen til statlige fond har variert over tid, se boks 14.2. I kommunikasjonen er det viktig at det kommer klart fram at fondet er en ansvarlig, finansiell investor og ikke en strategisk eier for staten eller et redskap i utenrikspolitikken. SPU investeres i hovedsak spredt og med små eierandeler i børsnoterte selskaper i tråd med anerkjente, globale markedsindekser.[8] Målet er å oppnå høyest mulig avkastning med en akseptabel risiko.

---

[5] NOU 2020: 7 Verdier og ansvar, s. 99. Sitatet er gjengitt slik det står i utredningen.

[6] Rudolf, mfl. (2025).

[7] Meld. St. 24 (2020–2021) Statens pensjonsfond 2021, s. 139, med henvisning til NOU 2020: 7, s. 6.

[8] SPU kan ha større eierandeler i eiendom og i infrastruktur for fornybar energi. Slike investeringer utgjør likevel en liten del av fondet.

Boks 14.2 Santiago-prinsippene

Tidlig på 2000-tallet var det en bekymring hos myndighetene i noen land når statlige og utenlandske sparefond kjøpte opp infrastruktur som havner og flyplasser og aksjeposter i annen virksomhet. Slike oppkjøp kan gi sparefondene en politisk innflytelse som de lokale myndighetene vurderte som uønsket. IMFs arbeid med de såkalte Santiago-prinsippene tok sikte på å dempe denne type bekymringer gjennom større åpenhet om fondenes investeringer.[1] Santiago-prinsippene ble utarbeidet i 2008 med sikte på å fremme åpenhet i forvaltningen av statlige sparefond. Nedenfor vises det til hvordan Etikkrådet skriver om sin forståelse av «uakseptabel risiko» i ulike årsmeldinger:

[1] International Working Group of Sovereign Wealth Funds (2008), Sovereign Wealth Funds: Generally Accepted Principles and Practices («Santiago-prinsippene»), oktober 2008.

14.2.3 Gjeldende regulering og praksis

Åpenhet i offentlig virksomhet er forankret i ytringsfriheten, som er grunnlovsfestet og regulert i internasjonale konvensjoner Norge er forpliktet til å følge. Grunnloven § 100 pålegger statens myndigheter å legge til rette for en åpen og opplyst offentlig samtale, og gir enhver rett til innsyn i offentlige dokumenter. Tilsvarende regler følger blant annet av artikkel 10 i Den europeiske menneskerettighetskonvensjon.[9] Europarådets konvensjon om innsyn i offentlige dokumenter (Tromsø-konvensjonen) gir som utgangspunkt innsynsrett for allmennheten i saksdokumenter. Enhver har videre rett til miljøinformasjon hos offentlig organ, og denne retten gjelder uavhengig av saksdokumenter i en konkret sak. [10] Retten til miljøinformasjon følger av Århuskonvensjonen og av EUs miljøinformasjonsdirektiv, som er en del av EØS-avtalen.[11]

Slike utgangspunkter om åpenhet, offentlighet og innsynsrett praktiseres i utstrakt grad i banken og Etikkrådet. Mye informasjon om det etiske arbeidet er offentlig tilgjengelig på nett. Det er mye utadrettet virksomhet. Det legges stor vekt på kontakt med selskaper, akademia og frivillige organisasjoner. Utvalget legger til grunn at dette er en praksis som vil fortsette også framover.

Utgangspunktene om åpenhet kan begrenses dersom det reguleres i lov og tungtveiende grunner gjør det nødvendig.

[9] EMDs storkammerdom 8. november 2016 Magyar Helsinki Bizottság mot Ungarn (klagesak 18030/11), avsnitt 156–170.

[10] Europarådets konvensjon 18. juni 2009 om innsyn i offentlige dokumenter (CETS 205) artikkel 3. Norge ratifiserte konvensjonen i 2009. Den trådte i kraft 1. desember 2020.

[11] Lov 9. mai 2003 nr. 31 om rett til miljøinformasjon og deltakelse i offentlige beslutningsprosesser av betydning for miljøet (miljøinformasjonsloven) §§ 5, 10, 11 og 12. Direktiv 2003/4/EF artikkel 4 er innlemmet i EØS-avtalen vedlegg XX.

Offentleglova gjelder for Finansdepartementet, Norges Bank og Etikkrådet. Dokumenter knyttet til bankens formuesforvaltning er likevel holdt utenfor loven.[12] Avgrensningen gjelder dokumenter med konkrete vurderinger og avgjørelser om investeringer, strategi og taktikk, ikke generelle og overordnede strategier. Den gjelder bare dokumenter hos banken. Sendes dokumentene til andre organer, gjelder offentleglova der.[13] For dokumenter som faller utenfor loven, gjelder verken innsynsretten eller plikten til å vurdere meroffentlighet etter offentleglova § 11, men banken kan gi innsyn frivillig. Etikkrådets risikovurderinger vil hos banken som regel bli ansett som dokumenter knyttet til formuesforvaltningen. Hos Etikkrådet og departementet gjelder loven fullt ut.

Etikkrådet og Norges Bank er to forskjellige organer etter offentleglova. Dokumenter som utveksles mellom dem, er derfor ikke organinterne etter § 14, og de to er ikke over- og underordnede organer etter § 15 første ledd. Offentleglova § 5 gir adgang til utsatt innsyn, blant annet fram til en planlagt offentliggjøring har funnet sted, § 23 første ledd gir adgang til å unnta opplysninger når det er påkrevd av hensyn til en forsvarlig gjennomføring av organets økonomiforvaltning, og § 24 annet ledd verner meldinger og tips om lovbrudd fra private. Ingen av bestemmelsene passer for en oppfølging som kan vare i flere år uten at en offentliggjøring er planlagt.

Sentralbankloven § 5-1 annet ledd åpner for å unnta saksforberedende dokumenter som utveksles mellom Norges Bank og Finansdepartementet eller Finanstilsynet, når det er nødvendig for å sikre forsvarlige interne avgjørelsesprosesser. Etikkrådet er ikke omfattet. Etter sentralbankloven § 5-2 har enhver som utfører arbeid for banken, departementet, Etikkrådet eller Finanstilsynet, taushetsplikt om bankens eller andres forretningsmessige forhold og om noens personlige forhold. Taushetsbelagte opplysninger er unntatt fra innsyn etter offentleglova § 13, uten meroffentlighet. Hovedstyret kan uten hinder av taushetsplikten gi meddelelser om bankens egne forretningsmessige forhold, men ikke om selskapenes. Selskapsspesifikke opplysninger har i praksis vært behandlet som taushetsbelagte så lenge banken behandlet en sak.

Miljøinformasjonsloven gir enhver rett til miljøinformasjon hos offentlige organer, også hos Norges Bank, uavhengig av om dokumentet faller utenfor offentleglova. Et krav kan avslås bare når det er et reelt og saklig behov for det, informasjonen kan unntas i medhold av offentleglova, og interessene som taler for avslag, veier tyngre enn interessene som taler for utlevering. Opplysninger som nevnt i lovens § 12 skal alltid utleveres. Loven gjennomfører Århuskonvensjonen og miljøinformasjonsdirektivet, som er en del av EØS-avtalen. Direktivets avslagsgrunner er uttømmende og skal tolkes restriktivt, og flere av dem kan ikke

[12] Forskrift 17. oktober 2008 nr. 1119 til offentleglova (offentlegforskrifta) § 1 tredje ledd bokstav b: «Offentleglova gjeld ikkje for desse dokumenta hos sjølvstendige rettssubjekt: (…) b. dokument knytte til formuesforvaltning hos rettssubjekt som har slik forvaltning som føremål.»

[13] Justisdepartementets lovavdeling, tolkningsuttalelse 20. mai 2010 (sak 201001453) til Finansdepartementet. Se også Rettleiar til offentleglova punkt 4.9.5 om meroffentlighet utenfor lovens virkeområde.

brukes på opplysninger om utslipp til miljøet.[14] Risikovurderinger etter miljø- og klimakriteriene vil som regel være miljøinformasjon.

14.3 Utvalgets forslag om kommunikasjon og rapportering

14.3.1 Bankens kommunikasjon utad

Med utvalgets forslag er det Norges Bank som i hovedsak skal kommunisere utad om den etiske oppfølgingen av selskaper. Banken fører dialogen, og banken beslutter utelukkelser. I dag er det Etikkrådets offentlige tilrådinger som utgjør hovedvirkemiddelet for offentlighet om utelukkelsene. Utvalgets forslag stiller derfor større krav til bankens egen kommunikasjon. Disse bør framgå tydeligere av mandatet enn i dag.

Utvalget foreslår at banken skal etablere prinsipper for den ansvarlige forvaltningen som omfatter arbeidet med oppfølgingen av Etikkrådets risikovurderinger av selskaper. Prinsippene skal offentliggjøres.

Enhver beslutning om utelukkelse skal offentliggjøres med begrunnelse. Det bør normalt gjøres når nedsalget er gjennomført, og bare unntaksvis senere. Sammen med beslutningen skal banken offentliggjøre det etiske grunnlaget for vurderingen. Banken skal føre en offentlig liste over utelukkede selskaper.

Banken skal rapportere om den etisk begrunnede oppfølgingen. Banken skal årlig oppgi antall selskaper som følges opp på grunnlag av risikovurderinger fra Etikkrådet og hvilke kriterier som ligger til grunn, hvor lenge sakene har pågått, og hvilke resultater som er oppnådd. Selskapene kan navngis i den årlige oversikten over selskapsdialoger, men uten henvisning til at det foreligger en risikovurdering fra Etikkrådet. Rapporteringen skal gjøre det mulig for offentligheten å få innsikt i bankens arbeid knyttet til å ivareta begge de etiske forpliktelsene som fondets forvaltning hviler på- og gi grunnlag for en offentlig debatt.

Selskaper som vurderes utelukket, skal få uttale seg før beslutningen treffes, jf. forslag til endring i mandatet. Det samme bør gjelde før banken eventuelt offentliggjør en risikovurdering som navngir et selskap i andre saker. Selskapet bør gis anledning til å komme med synspunkter på innholdet i risikovurderingen. Det gir et bedre grunnlag for beslutningen.

Banken og Etikkrådet kan komme til å tolke retningslinjene ulikt, for eksempel om synet på hva som er medvirkning. Det skal banken gjøre rede for i sin årsberetning. Da kan Finansdepartementet avklare hvilken tolkning som skal gjelde.

[14] Lov 9. mai 2003 nr. 31 om rett til miljøinformasjon og deltakelse i offentlige beslutningsprosesser av betydning for miljøet (miljøinformasjonsloven) §§ 5, 10, 11 og 12. Direktiv 2003/4/EF artikkel 4 er innlemmet i EØS-avtalen vedlegg XX.

14.3.2 Etikkrådets risikovurderinger og rapportering

Etikkrådets risikovurderinger bør være grundige. Når de ikke lenger skal konkludere med et råd om valg av virkemiddel, kan de trolig ha en noe annen form enn tilrådingene har hatt. De kan bære mindre preg av «domfellelse» og mer preg av risikovurdering.

Etikkrådet skal fortsatt være en offentlig stemme. Rådet skal avgi en offentlig årsrapport. Rapporten skal vise antall risikovurderinger som er avgitt og kriterier som er vurdert. Rådet skal som i dag kunne publisere generelle og tematiske analyser uten å navngi selskaper som er under oppfølging.

Forslagene gjelder uavhengig av om Etikkrådet oppnevnes av departementet eller av Norges Bank, jf. kapittel 13.

14.4 Innsyn i Etikkrådets risikovurderinger

14.4.1 Utvalgets vurderinger

Utvalget er som nevnt i mandatet bedt om å *«vurdere om offentliggjøringen av beslutninger og tilrådinger bør endres»*. Åpenhet er et aktivum for fondet. Den gir legitimitet hjemme og forutsigbarhet for selskaper og myndigheter der fondet er investert, og den skjerper kvaliteten i arbeidet. Den norske modellens styrke har vært at begrunnelsene er offentlige, at selskapene får uttale seg, og at enhver kan kontrollere at like saker behandles likt. Åpenheten verner også den etiske vurderingen selv. Når begrunnelsene er offentlige, kan enhver se om beslutningene bygger på kriteriene i retningslinjene eller på andre hensyn. Åpenhet er dermed et vern mot at finansielle eller politiske hensyn fortrenger de etiske uten at det blir synlig.

Åpenhet om enkeltselskaper har samtidig grenser. Eierskapsutøvelse forutsetter tillit og fortrolighet mellom eier og selskap, jf. kapittel 9 og 22. Hensynene får større vekt når eierskapsutøvelse blir hovedvirkemiddelet. Langt flere selskaper enn de få banken hittil har fulgt opp med særskilt eierskapsutøvelse, vil være under oppfølging på grunnlag av en risikovurdering. Blir risikovurderingen offentlig idet den avgis, mister banken muligheten til å bruke den i en fortrolig dialog, og selskapets vilje til å dele opplysninger og endre adferd svekkes.

Offentliggjøring på et tidlig tidspunkt kan også gi markedsutslag. Fram til nå har bare et fåtall selskaper blitt fulgt opp gjennom såkalt særskilt eierskapsutøvelse av banken. Dette har vært selskaper som banken har vurdert å være spesielt egnet og suksessraten har vært høy. Framover vil de fleste selskaper som Etikkrådet identifiserer, bli fulgt opp gjennom eierskapsutøvelse. Dette vil sannsynligvis føre til færre utelukkelser samlet, men likevel vil trolig en større andel av de som følges opp gjennom eierskapsutøvelse ende med utelukkelse enn de som tidligere ble fulgt opp gjennom den særskilte eierskapsutøvelsen. Om det er fullt innsyn om hvilke selskaper dette er, vil det i større grad enn tidligere kunne gi grunnlag for spekulasjon og markedsutslag, svekke bankens handlingsrom i valget av virkemiddel og gjøre et eventuelt nedsalg dyrere.

Som et stort og synlig statlig fond er SPU også utsatt for å bli oppfattet som et redskap for norsk utenrikspolitikk, se kapittel 8. Risikoen for reaksjoner og mulige mottiltak kan være

større for SPU enn for mange andre fond. Banken er ikke en politisk aktør og skal ikke oppfattes som det. Samlet er det på denne bakgrunn flere hensyn som tilsier at Norges Banks kommunikasjon om risikovurderinger bør være noe mer situasjonstilpasset enn i dag. Dette gjelder både tidspunktet og formen for offentliggjøring av vurderingene og oppfølgingen av enkeltselskaper. Kommunikasjonen om enkeltselskaper må være saklig og forutsigbar. Disse hensynene begrunner at banken må kunne utsette innsyn i Etikkrådets risikovurderinger mens den arbeider med et selskap. I lys av utvalgets forslag og en politisk mer krevende situasjon ute bør sentralbankloven etter utvalgets syn endres slik at både risikovurderinger og saksforberedende dokumenter kan unntas fra innsyn etter offentleglova.

Et alternativ til dette, ville være å legge Etikkrådets oppgaver til banken slik at arbeidet ble organinternt og utenfor offentleglovas virkeområde. Utvalget legger vekt på å bevare et faglig uavhengig Etikkråd. Rådet skal arbeide selvstendig og bare vurdere etiske sider ved selskaper uten å ta hensyn til selskapenes økonomiske betydning for fondet.

Utvalgets forslag vil innebære at risikovurderinger offentliggjøres på et senere tidspunkt enn det som har vært praksis for tilrådingene. En slik endring må begrunnes godt og avgrenses presist. Utvalget har vurdert en lovfestet taushetsplikt for risikovurderingene, med adgang for hovedstyret til å frigi dem. Utvalget går ikke inn for det. Taushetsplikt er et lite egnet virkemiddel for formålet. Den utelukker meroffentlighet, brudd er straffbart og Etikkrådet ville miste adgang til å omtale sakene. Utvalget foreslår i stedet en regel om unntak for innsyn i sentralbankloven.

Innsyn kan utsettes når det er nødvendig for å hindre at innsyn skader fondets økonomiske interesser eller bankens mulighet til å ivareta de etiske forpliktelsene i forvaltningen. Vilkåret bygger på rammen for åpenhet i forvaltningsmandatet § 1-3 og på fondets to etiske forpliktelser. De etiske retningslinjene fra 2004 hadde et liknende vilkår for utsatt offentliggjøring.[15]

Utsettelsen opphører når vilkåret ikke lenger er oppfylt og vanligvis når banken har offentliggjort en beslutning om å utelukke selskapet, om ikke å følge opp risikovurderingen eller om å avslutte oppfølgingen. Samtidig kan det være saker der for eksempel Norges Bank arbeider med flere selskaper i samme bransje og at det derfor vil være i fondets interesse å utsette offentliggjøringen for enkeltselskaper. Det kan også være saker der risikoen for reaksjoner og mottiltak ute kan tilsi utsettelse. Når utsettelsen opphører, skal banken gi innsyn til den som har krevd det.

Avgjørelsen av spørsmål om innsyn bør skje på ett sted. Risikovurderingen finnes hos Etikkrådet og banken, og innsyn gir samme virkning uansett hvem som gir det. Utvalget foreslår at krav om innsyn i risikovurderinger avgjøres av Norges Bank, også når kravet er satt fram for Etikkrådet. Det er banken som fører dialogen og som er nærmest til å vurdere skadevirkningene. Avslag kan påklages til Finansdepartementet.

---

[15] Etiske retningslinjer for Statens petroleumsfond – Utland, fastsatt 19. november 2004, punkt 4.1: Departementet kunne utsette offentliggjøringen «dersom det anses nødvendig for en finansielt forsvarlig gjennomføring av uttrekk av selskapet».

Det skal gis innsyn når hensynet til offentlig innsyn veier tyngre enn behovet for utsettelse, og delvis innsyn når utsettelsen bare er nødvendig for deler av dokumentet.

Forslaget svekker ikke retten til miljøinformasjon. Utsettelsen regnes som et unntak i medhold av offentleglova ved anvendelsen av miljøinformasjonsloven § 11, slik at lovens krav om et reelt og saklig behov og interesseavveiningen gjelder fullt ut. Retten etter miljøinformasjonsloven § 12 berøres ikke.

Utvalget foreslår unntak for dokumenter som utveksles mellom Etikkrådet og banken under forberedelsen av en risikovurdering, og for dokumenter rådet utveksler med selskaper og andre kilder. Også dette unntaket har et vilkår om nødvendighet. Det skal verne interne avgjørelsesprosesser, opplysninger gitt i fortrolighet og kilder som kan utsettes for fare. Når risikovurderingen er offentlig, antar utvalget at det normalt vil være grunnlag for å gi innsyn i selskapets svar.

Taushetsplikten etter sentralbankloven § 5-2 skal fortsatt verne forretningsmessige og personlige forhold. En risikovurdering må kunne offentliggjøres når taushetspliktbelagte opplysninger er tatt ut. Forslagene om offentliggjøring og om rådets egen publiseringsrett forutsetter at rådets taushetsplikt ikke rekker lenger enn selskapenes forretningsmessige forhold. Utvalget foreslår derfor at departementets høringsforslag fra 2024 følges opp, slik at Etikkrådet får taushetsplikt etter forvaltningslovens alminnelige regler og for slike opplysninger rådet mottar fra banken.

Utvalget mener at løsningen oppfyller kravene i Grunnloven og i konvensjoner Norge har sluttet seg til. Utsettelsen er fastsatt i lov med presise vilkår, og den har anerkjente formål: å forebygge at fortrolige opplysninger og en fortrolig dialog blir røpet, og å verne selskapenes behov for å uttale seg før de navngis. Skaden for fondet er en følge av at fortroligheten brytes, og den inngår i vurderingen av hvor tungt formålene veier. Inngrepet er midlertidig, avgjørelsene skal begrunnes og kan påklages, og beslutningen om utelukkelse, begrunnelsen og omfanget av arbeidet blir offentlige. Vekten av inngrepet er derfor begrenset.

14.4.2 Nærmere om forslag til lovendringer

14.4.2.1 Unntak fra innsyn etter sentralbankloven § 5-1

Sentralbankloven § 5-1 annet ledd gir i dag Norges Bank og Finansdepartementet anledning til å unnta fra innsyn saksforberedende dokumenter som utveksles mellom de to dersom det er nødvendig *for å sikre forsvarlige interne avgjørelsesprosesser*. Etikkrådet er ikke omfattet av denne hjemmelen.

Etikkrådets saksforberedende dialog med eksterne, herunder selskapene og banken, kan unntas i den grad informasjonen er taushetspliktbelagt iht. sentralbankloven § 5-2 annet ledd jf. første ledd og offl. § 13 første ledd og eventuelt offl. § 12.

I forslaget til nytt tredje ledd i sentralbankloven § 5-1 gis Norges Bank adgang til å unnta Etikkrådets risikovurderinger dersom innsyn kan skade bankens utførelse av sitt forvaltningsoppdrag. For Norges Banks del er risikovurderingene omfattet av unntaket fra offentleglova som følger av offentlegforskrifta, og forslaget innebærer en innsnevring av dette unntaket. Det er banken som er nærmest til å kunne foreta skadevurderingen og

Etikkrådet er bundet av beslutningen. Da sikres det at det samme dokumentet ikke er unntatt hos det ene organet og tilgjengelig hos det andre. Bestemmelsen gir ikke adgang til å holde selve beslutningen om utelukkelse skjult.

I forslaget til nytt fjerde ledd i sentralbankloven § 5-1 gis det et unntak for saksforberedende dokumenter. Bestemmelsen omfatter dokumenter som utveksles mellom Etikkrådet og Norges Bank under forberedelsen av en risikovurdering, dokumenter Etikkrådet utveksler med selskapene som vurderes, og dokumenter fra andre, f.eks. konsulentrapporter. Unntaket er ikke knyttet til et vilkår om nødvendighet, fordi behovet for skjerming gjør seg gjeldende i alle saker. Forslaget er utformet som et dokumentunntak fordi den vurderingen som et opplysningsunntak vil innebære, vil pålegge Etikkrådet en uforholdsmessig byrde.

I forslag til nytt femte ledd fastslås det at offentleglova § 11 gjelder for unntakene i annet til fjerde ledd. Siden annet ledd er en kan-regel ville plikten til å vurdere meroffentlighet trolig uansett foreligge, men utvalget foreslår likevel henvisningen for å fjerne tvil. Det følger av offentleglova § 11 annet punktum at det bør gis innsyn dersom hensynet til offentlig innsyn veier tyngre enn behovet for unntak. Annet ledd i sentralbankloven § 5-1 foreslås ikke endret.

I forslag til nytt sjette ledd reguleres forholdet til miljøinformasjonsloven. Første punktum gjør det klart at unntakene i § 5-1 kan begrunne avslag på krav om miljøinformasjon, men bare når vilkårene i miljøinformasjonsloven § 11 er oppfylt, herunder interesseavveiningen i annet ledd. Annet punktum viderefører retten etter miljøinformasjonsloven § 12. Forholdet mellom miljøinformasjonsloven § 12 og taushetsplikt etter sentralbankloven § 5-2 endres ikke.

I forslag til endring av syvende ledd, utvides forskriftshjemmelen til hele paragrafen og Kongen gis hjemmel til å fastsette klageinstans. Etter offentleglova § 32 går klage til nærmeste overordnede organ. Dersom Etikkrådet oppnevnes av Norges Bank, er det ikke gitt hvilket organ det er. Utvalget mener klager over Etikkrådets avslag bør gå til Finansdepartementet, som ikke selv er part i eierskapsdialogen. Det bør også gis overgangsregler for vurderinger avgitt før ikrafttredelsen.

14.4.2.2 Taushetsplikt etter sentralbankloven § 5-2

Utvalget foreslår ingen endringer i sentralbankloven § 5-2. Taushetsplikten for Norges Banks og selskapenes forretningsmessige forhold videreføres, og Etikkrådet vil fortsatt være omfattet gjennom § 5-2 annet ledd. Etikkrådet må som i dag påse at risikovurderingene ikke inneholder taushetsbelagte opplysninger eller at slike opplysninger sladdes før innsyn gis eller vurderingen offentliggjøres. Henvisningene til forvaltningsloven i femte ledd må tilpasses når lov 20. juni 2025 nr. 81 om saksbehandlingen i offentlig forvaltning trer i kraft. Taushetspliktreglene er der plassert i kapittel 5, §§ 30 til 39.

I henhold til sentralbankloven § 5-2 tredje ledd første punktum kan hovedstyret uten hinder av taushetsplikten gi meddelelser om Norges Banks forretningsmessige forhold. Det innebærer at Norges Bank likevel vil kunne offentliggjøre hele eller deler av sitt beslutningsgrunnlag dersom den vurderer det som forsvarlig. Adgangen til å utgi informasjon gjelder ikke informasjon om selskapenes forretningsmessige forhold.

Norges Bank må i vurderingen etter § 5-1 fjerde ledd og ved beslutninger om offentliggjøring etter § 5-2 tredje ledd første punktum vurdere hva innsyn vil kunne bety for bankens muligheter til å nå fram i eierskapsutøvelsen overfor selskapene. Banken skal også legge vekt på fondets økonomiske interesser for øvrig. Skjønnet er underlagt klage og kontroll, og beslutningen må begrunnes.

Dette er ikke noe nytt, jf. Mestad-utvalgets og Finansdepartementets omtale av at kommunikasjon og virkemiddelbruk bør tilpasses i håndteringen av selskaper som i stor grad er kontrollert av staten i land med avvikende normer, se kapittel 8. De etiske vurderingene ligger fast, men kommunikasjon og virkemiddelbruk bør i gitte tilfeller kunne tilpasses.

14.4.3 Sentralbankloven §§ 5-1 og 5-2

«Kapittel 5 Forholdet til annen lovgivning, taushetsplikt, sanksjoner mv.

§ 5-1.Forholdet til forvaltningsloven, offentleglova og miljøinformasjonsloven

(1) Norges Banks vedtak i saker etter § 3-1 og om oppsigelse eller avskjed kan ikke påklages.

(2) Når det er nødvendig for å sikre forsvarlige interne avgjørelsesprosesser, kan det gjøres unntak fra innsyn etter offentleglova for saksforberedende dokumenter som utveksles mellom henholdsvis Norges Bank og Finansdepartementet og Norges Bank og Finanstilsynet.

(3) Norges Bank kan gjøre unntak fra innsyn etter offentleglova for risikovurderinger som Etikkrådet avgir til banken etter retningslinjer fastsatt av departementet i forvaltningen av Statens pensjonsfond utland, dersom innsyn kan skade bankens eierskapsutøvelse generelt eller overfor selskapet vurderingen gjelder, eller fondets økonomiske interesser. Etikkrådet er bundet av bankens innsynsvurderinger.

(4) Norges Bank og Etikkrådet kan gjøre unntak fra innsyn etter offentleglova for dokumenter som utveksles mellom dem som ledd i forberedelsen av risikovurderinger, og for dokumenter som Etikkrådet utveksler med selskaper eller andre som ledd i slik forberedelse.

(5) Offentleglova § 11 gjelder for unntak etter annet til fjerde ledd.

(6) Krav om miljøinformasjon etter miljøinformasjonsloven § 10 kan avslås når vilkårene i miljøinformasjonsloven § 11 er oppfylt og informasjonen eller dokumentet informasjonen finnes i, kan unntas fra innsyn etter annet til femte ledd. Miljøinformasjonsloven § 12 gjelder uten hinder av unntakene i paragrafen her.

(7) Kongen kan i forskrift gi nærmere bestemmelser til utfylling av bestemmelsene i paragrafen her, herunder om hvilket organ som skal være klageinstans for avgjørelser etter tredje til femte ledd.

§ 5-2.Taushetsplikt

(1) Enhver som utfører tjeneste eller arbeid for Norges Bank, plikter å hindre at uvedkommende får adgang eller kjennskap til det han eller hun i tjenesten får vite om bankens eller andres forretningsmessige forhold eller om noens personlige forhold.

(2) Taushetsplikten etter første ledd gjelder også for enhver som utfører tjeneste eller arbeid for Finansdepartementet, Etikkrådet for Statens pensjonsfond utland og Finanstilsynet når Finansdepartementet, Etikkrådet eller Finanstilsynet har opplysninger som nevnt i første ledd.

3) Hovedstyret, eller noen som har fullmakt til det fra hovedstyret, kan uten hinder av taushetsplikten gi meddelelser om Norges Banks forretningsmessige forhold. Tilsvarende gjelder for komiteen for pengepolitikk og finansiell stabilitet for sitt område og for representantskapet i saker som tilligger representantskapet og som ikke berører hovedstyrets eller komiteens ansvarsområder.

4) Taushetsplikten etter første og annet ledd og forvaltningslovens bestemmelser gjelder ikke overfor

a. Finansdepartementet

b. Etikkrådet for Statens pensjonsfond utland

c. Finanstilsynet

d. internasjonale organisasjoner som Norges Bank er medlem av eller samarbeider med, såfremt opplysningene underlegges en tilsvarende taushetsplikt hos organisasjonen som mottar opplysningene

e. andre EØS-staters sentralbanker eller finanstilsynsmyndigheter, herunder Den europeiske sentralbank, Den europeiske banktilsynsmyndighet, Den europeiske verdipapir- og markedstilsynsmyndighet, Den europeiske tilsynsmyndighet for forsikring og tjenestepensjoner, Det europeiske råd for systemrisiko og EFTAs overvåkingsorgan

f. Økokrim ved oversendelse av opplysninger i henhold til hvitvaskingsloven § 26

g. skattemyndighetene ved oversendelse av opplysninger i henhold til skatteforvaltningsloven § 10-5 første ledd

h. offentlig organ ved utveksling av informasjon (samordning) som forutsatt i lov om Oppgaveregisteret

i. Bankenes sikringsfond.

(5) Forvaltningsloven § 13 annet og tredje ledd og §§ 13 a til 13 e og 13 g gjelder som utfyllende bestemmelser til paragrafen her."

15 Forslag til retningslinjer

15.1 Innledning

Utvalget er i sitt mandat bedt om å *«vurdere og foreslå endringer i det etiske rammeverket og relevante deler av rammene for den ansvarlige forvaltningen av pensjonsfondet»*.

Utvalgets forslag til endringer i rammeverket bygger på vurderingene og forslagene i de foregående kapitlene. I dag er det bestemmelser i to separate instruksverk – *Mandat for forvaltningen av Statens pensjonsfond utland* og *Midlertidige etiske retningslinjer for Statens pensjonsfond utland*.[1] De midlertidige retningslinjene erstattet *Retningslinjer for observasjon og utelukkelse av selskaper fra Statens pensjonsfond utland* 7. november 2025. Utvalget er bedt om å ta utgangspunkt i de opphevede retningslinjene.

Utvalget tilrår å slå sammen retningslinjene som har gjeldt for Etikkrådet og mandatet for den ansvarlige forvaltningen som er stilet til Norges Bank i én felles instruks. Det gjøres ved at sentrale bestemmelser i retningslinjene for observasjon og utelukkelse føres inn i mandatet for forvaltningen samtidig som gjeldende midlertidige etiske retningslinjer for Statens pensjonsfond utland oppheves. Begrepet «ansvarlig forvaltning» vil favne helheten.

Dette vil bidra til en helhetlig tilnærming i den ansvarlige forvaltningen, se kapittel 13. Å samle instruksene vil også støtte opp under at begge de etiske forpliktelsene ivaretas. Konkret foreslår utvalget at produkt- og adferdskriteriene og enkelte andre bestemmelser i retningslinjene for observasjon og utelukkelse tas inn i Norges Banks mandat for forvaltningen. Utvalget foreslår også enkelte justeringer i disse og andre bestemmelser i instruksverket.

Stortinget ba i sitt vedtak 4. november 2025 regjeringen *«sikre at Statens pensjonsfond utland fortsatt skal være et bredt diversifisert, globalt fond. Formålet skal fortsatt være å oppnå høyest mulig avkastning til akseptabel risiko, for å legge til rette for at formuen vokser og varer.»* Stortinget la her en premiss for forvaltningen som utvalget mener bør gjenspeiles i Norges Banks mandat på en enda tydeligere måte enn i dag, se forslag til § 1-3 første ledd.

Utvalget foreslår også å ta inn et nytt første ledd i § 4-1 der fondets to etiske forpliktelser framkommer. Disse forpliktelsene var del av de etiske retningslinjene fra starten av, men er senere tatt ut, jf. kapittel 13. Bestemmelsen er tatt inn i kapittel 4 i forvaltningsmandatet for å få fram at begge de etiske forpliktelsene skal tillegges vekt og avveies ved behov i den ansvarlige forvaltningen, se også omtale i kapittel 8.

Produktkriteriene i § 3 i retningslinjene for observasjon og utelukkelse av selskaper fra SPU foreslås tatt inn i ny § 4-4 i mandatet. Våpenkriteriet foreslås justert i tråd med utvalgets forslag i kapittel 10. Øvrige produktkriterier er uendret. Utvalget anbefaler at det kan benyttes eierskapsutøvelse overfor kullselskaper dersom de har virksomhet som ligger nær

[1] Mandat for forvaltningen av Statens pensjonsfond utland 8. november 2010 og Midlertidige etiske retningslinjer for Statens pensjonsfond utland 7. november 2025.

terskelverdiene i kriteriet. Dette vil være en naturlig konsekvens av at observasjon som virkemiddel overfor kullselskaper faller bort. Det bør åpnes for å kunne bruke eierskapsutøvelse eller være åpen for dialog med selskapene også for de øvrige produktkriteriene dersom produksjonen utgjør en liten andel av den samlede virksomheten.

Adferdskriteriene i § 4 i de tidligere retningslinjene for observasjon og utelukkelse foreslås tatt inn i ny § 4-5 i mandatet. Alle kriteriene videreføres, bortsett fra § 4 c om salg av våpen, se kapittel 12. Samtidig foreslås det å utvide § 4 d, som også er rettet mot salg av våpen. Kriteriene vil, som i dag, tjene som grunnlag for å identifisere selskaper som det er en uakseptabel risiko for at medvirker til eller selv er ansvarlige for grove normbrudd, se nærmere omtale i kapitlene 11 og 12.

Utvalget foreslår at Norges Bank som en hovedregel skal forsøke eierskapsutøvelse for å motvirke grove normbrudd før utelukkelse vurderes. Det skal tas høyde for at endringer i selskapers adferd kan ta tid. Dersom det likevel ikke er utsikter til at eierskapsutøvelse kan føre fram, skal banken utelukke selskapet med mindre utelukkelse kan føre til at fondet ikke lenger er et bredt spredt, globalt investert fond, jf. § 1-3 første ledd. Formålet er å unngå at fondet er investert i selskaper der det er en uakseptabel risiko for at selskapet selv er ansvarlig for, eller medvirker til, grove normbrudd. Banken skal både i gjennomføringen og kommunikasjonen se hen til risikoen for motreaksjoner, men uten at dette påvirker den normative vurderingen av selskapet. Det foreslås at banken har initiativrett for alle kriteriene, ikke bare for klima- og kullkriteriet som i dag. Observasjon bortfaller som virkemiddel, jf. kapittel 11.

Det er Finansdepartementet som eier og fastsetter fondets investeringsunivers og referanseindeks. Departementet har fram til nå for hvert selskap som utelukkes og når selskaper er tatt inn igjen, bekreftet for banken at investeringsunivers og referanseindeks er blitt endret. Disse endringene følger en fast regel som departementet har gjort kjent i brev til banken. Det bør etter utvalgets syn stadfestes i forvaltningsmandatet at departementet skal fastsette en slik regel. Investeringsunivers og referanseindeks bør så kunne justeres i tråd med regelen uten at departementet bekrefter dette for hver gang, se omtale i kapittel 13. Regelen bør omfatte både tidspunkt for endringer i investeringsunivers og referanseindeks og hvordan salgsbeløp skal reinvesteres og kjøpsbeløp dekkes inn.

Mandatet og retningslinjene er som nevnt instrukser og ikke forskrifter. I avsnitt 15.2 omtales disse rammeverkenes rettslige karakter. I 15.3 omtales så forslag til endringer i Norges Banks mandat. Merknader med nærmere forklaring til endringene i de enkelte bestemmelsene, er omtalt i avsnitt 15.4. Det vises her også til utdypende omtale i de foregående kapitlene. Enkelte språklige justeringer som ikke endrer meningsinnholdet, er ikke forklart.

Utvalget foreslår i disse bestemmelsene å henvise til «banken» framfor «hovedstyret». Hovedstyret er ansvarlig for all virksomhet i banken. Hovedstyret kan delegere oppgaver, men beholder ansvaret for alle oppgaver banken er gitt av departementet.

Utvalget legger i kapittel 13 fram to modeller for hvordan arbeidet i den ansvarlige forvaltningen kan organiseres, én modell der Etikkrådet oppnevnes av Finansdepartementet og én der rådet oppnevnes av Norges Bank. Etikkrådets mandat bør være likelydende i begge.

Utvalgets forslag har betydning for fondets referanseindeks og investeringsunivers som Finansdepartementet fastsetter. Departementet må velge tidspunkt for når et nytt mandat til banken skal tre i kraft. De nye retningslinjene kan medføre at selskaper som har vært utelukket, skal tas inn igjen. Det må avklares hvordan det kan gjennomføres.

15.2 Retningslinjenes rettslige karakter

Instruksformen brukes for regulering innad i forvaltningen med grunnlag i regjeringens organisasjons- og instruksjonsrett overfor underliggende organer. Gjeldende og tidligere etiske retningslinjer er i rettslig forstand å anse som en instruks som regulerer offentlige organers virksomhet og innbyrdes arbeidsdeling ved forvaltningen av statens formue. Det samme gjelder mandatet for forvaltningen av Statens pensjonsfond utland. Overfor Norges Bank følger departementets kompetanse av lov om Statens pensjonsfond. Mandatet er fastsatt med hjemmel i lovens § 2 andre ledd, § 3 andre ledd og § 10.

En forskrift er i henhold til forvaltningsloven vedtak truffet under utøvelse av offentlig myndighet med rettslig bestemmende virkning for rettigheter eller plikter til et ubestemt antall eller en ubestemt krets av private personer. Verken retningslinjene eller mandatet retter seg direkte mot private aktører. De gir pålegg til offentlige organer (Etikkrådet og Norges Bank). De gjelder videre ikke utøving av offentlig myndighet overfor selskapene som berøres. Beslutninger om å investere i eller selge seg ut av selskaper, er eierdisposisjoner hvor staten opptrer som investor, ikke som myndighet. Statens privatrettslige disposisjoner faller utenfor forskriftsbegrepet. Dette gjelder også når disposisjonene er motivert av etiske eller politiske hensyn. Det er sikker rett, og lagt til grunn allerede av Graverutvalget, at beslutninger om utelukkelse mv. ikke er enkeltvedtak. De generelle normene har ingen virkning utover å styre disse beslutningene. De er derfor heller ikke forskrift. Endelig er retningslinjene ikke bestemmende for selskapenes rettslige stilling. Beslutninger som tas, har selvsagt faktiske virkninger for selskapene, både økonomisk og for omdømmet. Men dette er ikke rettslige virkninger, slik forskriftsbegrepet retter seg mot.

Retningslinjene er, i likhet med mandatet, fastsatt i paragrafer. De er besluttet av departementet med angivelse av lovhjemmel og med ikrafttredelsesbestemmelser. Departementet har av hensyn til tilgjengelighet, også for endringer, valgt å kunngjøre instruksene i Norsk Lovtidend avd. I. Lovtidend-redaksjonen gir vedtakene FOR-nummer. Lovdatas «FOR»-prefiks er besluttet av Lovdata av praktiske hensyn, og de forskjellige rettslige vedtakstypene finnes i undermapper under dette prefikset. I Lovdata betegnes gjennomgående endringer i retningslinjene som «vedtak», ikke som «forskrift», i motsetning til det som er vanlig ved regelverk som er å anse som forskrifter i rettslig forstand. Bruken av paragrafer er ikke uvanlig ved utformingen av instrukser og andre former for reguleringer som ikke oppfyller forvaltningslovens krav til forskrift.

15.3 Forslag til endringer i mandatet for forvaltningen av SPU

15.3.1 Relevante bestemmelser i mandatet

Nedenfor er relevante bestemmelser i Norges Banks mandat listet opp. Disse omfatter bestemmelser i mandatets *Kapittel 1 Alminnelige bestemmelser*, K*apittel* 2 *Forvaltningen av investeringsporteføljen*, *Kapittel 3 Verdivurdering, avkastningsmåling og styring, måling og kontroll av risiko* og *Kapittel 6 Offentlig rapportering.* Hele *Kapittel 4 Ansvarlig forvaltning* er gjengitt. Utvalgets forslag til tilføyelser sammenliknet med retningslinjene slik de var før 7. november 2025 framkommer i **uthevet skrift.** Henvisninger til retningslinjene for observasjon og utelukkelse strykes. Nærmere forklaring til endringene er omtalt i merknader til paragrafene i avsnitt 15.4.

Kapittel 1. Alminnelige bestemmelser

[…]

§ 1-2. Mål~~setting~~ for forvaltningen

Banken skal søke å oppnå høyest mulig avkastning etter kostnader målt i investeringsporteføljens valutakurv, jf. § 3-2 første ledd, innenfor de rammer **og forpliktelser** som gjelder for forvaltningen.

*§ 1-3. ~~Overordnede~~ **R**ammer for forvaltningen*

(1) Fondet skal investeres slik at det er et bredt spredt, globalt fond.

(2) Banken skal ~~foreta~~ investere ~~ingsbeslutninger~~ og utøve eierrettigheter uavhengig av departementet.

(3) Ansvarlig forvaltning~~svirksomhet~~ 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.~~

~~(4) Fondet skal ikke være investert i selskaper som er utelukket etter bestemmelsene i retningslinjene for observasjon og utelukkelse av selskaper fra SPU~~.

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

[…]

Kapittel 2. Forvaltningen av investeringsporteføljen

§ 2-1. Investeringsunivers

[…]

(2) Banken kan ikke plassere investeringsporteføljen i:

[…]

b Verdipapirer som er utelukket fra investeringsporteføljen, jf. **§§ 4-4 og 4-6** ~~1-3 fjerde ledd og retningslinjene for observasjon og utelukkelse av selskaper fra SPU~~.

[…]

(3) Banken skal ha retningslinjer for **å ta inn igjen** ~~gjeninkludering av~~ selskaper i fondets investeringsunivers og referanseindeks ~~i henhold til Retningslinjer for observasjon og utelukkelse av selskaper fra Statens pensjonsfond utland~~.

(4) Departementet fastsetter ~~datoer for gjeninkludering av verdipapirer i fondets referanseindeks.~~ **regler for endring i investeringsunivers og referanseindeks når banken beslutter å utelukke et selskap eller ta inn igjen et selskap som har vært utelukket. Banken skal informere departementet om sine beslutninger.**

[…]

Kapittel 3. Verdivurdering, avkastningsmåling og styring, måling og kontroll av risiko

[…]

§ 3-4. ***Overvåke og*** *måle* ~~*ing av*~~ *klimarisiko*

Norges Bank skal fastsette prinsipper for ~~styring og måling av~~ **arbeidet med å overvåke og måle** klimarisiko. Målingene skal søke å fange opp ~~relevant~~ klimarisiko **i fondet** ~~knyttet til de finansielle instrumentene som brukes i forvaltningen~~. Risikoen skal anslås ved hjelp av forskjellige metoder. Det skal gjennomføres stresstester basert på **ulike framtidige utviklingstrekk** ~~scenarioer for fremtidig utvikling~~, inkludert **ett** ~~et scenario~~ som er i samsvar med global oppvarming på 1,5 grader.

[…]

Kapittel 4. Ansvarlig forvaltning~~*svirksomhet*~~

§ 4-1. Arbeidet med ansvarlig forvaltning~~*svirksomhet*~~

(1) Forvaltningen skal ivareta to etiske forpliktelser:

(a) å oppnå høyest mulig avkastning med en akseptabel risiko til nytte for nåværende og framtidige generasjoner.

(b) å unngå å være investert i selskaper som det er en uakseptabel risiko for at medvirker til eller selv er ansvarlige for grove normbrudd.

(2) Banken skal søke å etablere en kjede av virkemidler i arbeidet med ansvarlig forvaltning~~svirksomhet~~.

(3) Banken **skal** ~~s~~ arbeid**e ~~med ansvarlig forvaltningsvirksomhet skal baseres på et langsiktig mål om~~ for** at selskapene i investeringsporteføljen innretter virksomheten slik at den er forenlig med globale netto nullutslipp i tråd med Parisavtalen.

§ 4-2. Prinsipper for ansvarlig forvaltning~~svirksomhet~~

(1) **Banken** ~~Hovedstyret~~ skal fastsette prinsipper for ansvarlig forvaltning~~svirksomhet for investeringsporteføljen~~. ~~Prinsippene skal legges frem for departementet minst tre uker før fastsettelse.~~

(2) ~~Ved utformingen av prinsippene etter første ledd skal b~~ **B**anken **skal ved utforming av prinsippene** ~~vekt~~legge **vekt på** at **fondet** ~~forvaltningen av investeringsporteføljen~~ har en lang tidshorisont og **skal ivareta to etiske forpliktelser, jf. § 4-1 første ledd.**

(3) Prinsippene skal **ivareta** ~~baseres på~~ hensyn~~ene~~ til god selskapsstyring~~,~~ **og** miljø og samfunnsmessige forhold ~~i forvaltningen~~ i tråd med internasjonalt anerkjente prinsipper og standarder som FNs Global Compact, FNs veiledende prinsipper for næringsliv og menneskerettigheter (UNGP), G20/OECDs retningslinjer for selskapsstyring og OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper. Prinsippene skal også **gjenspeile** ~~reflektere~~ hensynet til god håndtering av klimarisiko i tråd med internasjonalt anerkjente prinsipper og standarder.

(4) Prinsippene skal ivareta at banken skal utvise skjerpet aktsomhet ved forhøyet risiko for grove normbrudd i situasjoner med krig og konflikt.

(5) ~~Innenfor miljøområdet skal banken i~~ **I** forvaltningen av den unoterte eiendomsporteføljen **skal banken legge** vekt **på** ~~legge hensyn til~~ blant annet **effektivt** energi- **og** ~~effektivitet,~~ vannforbruk og **god** avfallshåndtering.

(6) Prinsippene~~,~~ og bruken av virkemidler ~~for å understøtte disse,~~ skal offentliggjøres, jf. § 4-1 **andre ledd** og § 6-1 fjerde ledd bokstav **g**.

§ 4-3. Bidrag til utvikling av internasjonale standarder

(1) Banken skal bidra til utviklingen av relevante internasjonale standarder innen ansvarlig forvaltning~~svirksomhet~~.

(2) **Banken** ~~Hovedstyret~~ skal fastsette retningslinjer for ~~bankens~~ arbeid**et** etter første ledd, herunder for medlemskap eller tilsvarende tilknytning til organisasjoner eller sammenslutninger og for kontakt med andre lands myndigheter. ~~Retningslinjene skal legges frem for departementet minst tre uker før fastsettelse.~~

NY § 4-4. 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~~

utvikler eller produserer følgende våpentyper eller deres sentrale komponenter:

i. våpentyper som er forbudt for samtlige parter i henhold til en avtale som Norge er part i,

ii. kjernevåpen, med mindre selskapet er hjemmehørende i en stat som er kjernevåpenstat i henhold til ikkespredningsavtalen og som er alliert med Norge

b. produserer tobakk eller tobakksvarer

c. produserer cannabis til rusformål.

(2) ~~Observasjon eller u~~**U**telukkelse 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.

(3) I vurderingen etter § 4-4 andre ledd skal det legges vekt på framoverskuende vurderinger, herunder av eventuelle planer som vil endre nivået på utvinning av eller kraftkapasiteten for termisk kull, redusere inntekts- eller virksomhetsandelen for termisk kull og/eller øke inntekts- eller virksomhetsandelen for fornybare energikilder. For selskaper med virksomhet som ligger nær terskelverdiene i kriteriet, bør eierskapsutøvelse vurderes.

(4) Utelukkelser etter § 4-4 andre ledd skal ikke omfatte et selskaps grønne obligasjoner der disse er anerkjent gjennom inkludering på indekser for slike obligasjoner eller verifisert av anerkjent tredjepart.

(5) Utelukkelse etter kriteriene i § 4-4 kan også gjelde selskaper som bare er i referanseindeksen eller som vil bli inkludert i referanseindeksen.

NY § 4-5. Adferdsbaserte kriterier

(1) Banken skal søke å unngå at fondet er investert i selskaper som det er en uakseptabel risiko for at medvirker til eller selv er ansvarlige 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**~~

(c) salg av våpen eller militært materiell til stater som er omfattet av sanksjoner eller andre internasjonale tiltak som begrenser våpeneksport til statens myndigheter, og som Norge har sluttet opp om.

(d) alvorlig miljøskade

(e) handlinger eller unnlatelser som på et aggregert selskapsnivå i uakseptabel grad fører til utslipp av klimagasser

(f) grov korrupsjon eller annen grov økonomisk kriminalitet

(g) andre særlig grove brudd på grunnleggende etiske normer

(2) I vurderingen etter første ledd skal det blant annet legges vekt på normbruddets alvor og omfang, forbindelsen mellom normbruddet og selskapet fondet er investert i og sannsynligheten for framtidige normbrudd. Det skal også legges vekt på om selskapet bidrar til avbøtende tiltak overfor dem som rammes eller tidligere har blitt rammet av selskapets adferd.

(3) Selskapers salg av generiske produkter skal normalt ikke omfattes av kriteriene.

NY § 4-6. Oppfølging av kriteriene

(1) Banken skal i den ansvarlige forvaltningen søke å motvirke risiko for grove normbrudd som er identifisert etter kriteriene i § 4-5. Alle selskaper skal vurderes etter samme etiske standard.

(2) Ved valg av virkemiddel skal banken vurdere bredden i selskapets virksomhet og om selskapet gjør det som kan forventes for å redusere risikoen for framtidige normbrudd innenfor en rimelig tidshorisont. Relevante momenter kan være selskapsstyringen og retningslinjer for og arbeid med miljø og samfunnsmessige forhold.

(3) Banken skal ved valg av virkemidler legge til grunn at fondet skal være et bredt spredt, globalt fond, jf. § 1-3 første ledd.

(4) Banken skal som hovedregel velge eierskapsutøvelse. Banken skal legge til grunn en tidshorisont som gjenspeiler at endringer i selskaper kan ta tid. Dersom eierskapsutøvelse ikke har ført fram, eller det ikke er realistiske utsikter til at den vil føre fram innen rimelig tid, skal banken utelukke selskapet, med mindre utelukkelse vil begrense fondets mulighet til å være et bredt spredt, globalt fond, jf. § 1-3 første ledd.

(5) Et selskap som vurderes utelukket, skal gis mulighet til å uttale seg.

(6) Banken skal ha rutiner for jevnlig å vurdere om grunnlaget for utelukkelse etter kriteriene i §§ 4-4 og 4-5 fortsatt er til stede, jf. § 2-1 tredje ledd. Selskaper som er utelukket, skal informeres om disse rutinene. Rutinene skal offentliggjøres.

NY § 4-7. Etikkråd

(1) Norges Bank skal oppnevne et Etikkråd med fem medlemmer. Oppnevningen skal gjelde for fire år, og medlemmene kan oppnevnes på nytt én gang. Etikkrådet utfører sine oppgaver selvstendig og uavhengig.

(2) Etikkrådet skal overvåke og vurdere risiko for grove normbrudd i selskaper etter kriteriene i § 4-4 og § 4-5. Rådets risikovurderinger skal danne grunnlag for bankens vurderinger av selskaper som identifiseres.

(3) Etikkrådet tar opp saker på eget initiativ eller etter anmodning fra banken. Det skal etableres rutiner for utveksling av informasjon med banken.

(4) Etikkrådet innhenter nødvendig informasjon på fritt grunnlag og sørger for at saken er godt opplyst før vurderinger gis til banken. Kontakt med selskaper skal være godt koordinert med banken. Selskaper som vurderes, skal gis mulighet til å uttale seg tidlig i prosessen og kommentere utkast til rådets risikovurdering. Etikkrådet skal bistå banken med å vurdere om grunnlaget for utelukkelser fortsatt er til stede, jf. § 4-6 sjette ledd.

(5) Etikkrådet skal ha et sekretariat. Sekretariatet arbeider etter mandat fra rådet og rapporterer til rådet. Sekretariatet skal være administrativt underlagt Norges Bank.

(6) Medlemmenes godtgjørelse og rådets budsjett fastsettes av Norges Bank.

(7) Etikkrådet skal årlig utarbeide en virksomhetsplan som skal legges fram for Norges Bank. Virksomhetsplanen skal gjøre rede for Etikkrådets prioriteringer.

(8) Etikkrådet skal avgi årlig rapport om sin virksomhet til Norges Bank. Rapporten skal avgis senest tre måneder etter årets utløp.

(9) Det skal avholdes årlige møter mellom Norges Bank og Etikkrådet.

Kapittel 6. Offentlig rapportering

§ 6-1. Rapporteringskrav

[…]

(2) Banken skal regelmessig og minst hvert tredje år rapportere om valg av investeringsstrategier~~, fastsatt av hovedstyret,~~ for forvaltningen av porteføljene av henholdsvis aksjer, obligasjoner, unotert eiendom og unotert infrastruktur for fornybar energi (strategirapportering), jf. § 1-7. Det skal redegjøres særskilt for:

[…]

e. Gjennomgang av arbeidet med ansvarlig forvaltning~~svirksomhet~~, herunder bruk av kjeden av virkemidler og hvordan ansvarlig forvaltning~~svirksomhet~~ er integrert i forvaltningen av investeringsporteføljen og i risikostyringen, jf. § 1-3 tredje **og fjerde** ledd, § 3-4 og kapittel 4.

[…]

(4) I tillegg til krav i § 6-1 tredje ledd skal banken årlig rapportere om og redegjøre særskilt for følgende (årsrapportering):

[…]

g. Arbeidet med ansvarlig forvaltning~~, jf. kapittel 4~~, ~~herunder~~ bruk~~en~~ **og virkninger** av virkemidler ~~og virkningen av eierskapsarbeidet, samt~~ **og** hvordan prinsippene for ansvarlig forvaltning er integrert i forvaltningen.

h. Arbeidet med å følge opp risikovurderinger fra Etikkrådet.

i. Arbeidet med klimarisiko ~~skal belyses særskilt~~, herunder resultater av stresstester og vurderinger av selskapenes fremoverskuende utslippsbaner, jf. også § 3-4 og § 4-1 **(3)**. ~~Måltall som søker å fange opp~~ ~~fondets eksponering mot~~ **Informasjon om fondets investeringer som regnes som positive for** klima og miljø ~~relatert virksomhet~~**,** må inngå. Slik rapportering må være hensiktsmessig og bygge på og følge utviklingen av internasjonalt anerkjente standarder og metoder. ~~Rapporteringen skal forankres i hovedstyret.~~

[…]

j. Arbeidet med å overvåke og identifisere selskaper med en produksjon omfattet av § 4-4.

k. Arbeidet for å overvåke, identifisere og følge opp eventuelle grove normbrudd, jf. § 4-5.

l. Utelukkelse av selskaper etter §§ 4-4 og 4-5 når nedsalg har skjedd. Banken skal oppgi selskapsnavn, kriterium og begrunnelse for utelukkelsen og ellers rapportere på egnet måte i tråd med en ansvarlig forvaltning. Banken skal offentliggjøre liste med selskaper som er utelukket.

15.3.2 Instruks til et Etikkråd oppnevnt av Finansdepartementet

En instruks til et Etikkråd som oppnevnes av Finansdepartementet kan være nær helt likelydende med § 4-7 ovenfor. Etikkrådet vil i denne modellen få mandat og rapportere til Finansdepartementet:

Instruks for Etikkrådet

(1) Finansdepartementet skal oppnevne et Etikkråd med fem medlemmer. Oppnevningen skal gjelde for fire år, og medlemmene kan oppnevnes på nytt én gang. Etikkrådet utfører sine oppgaver selvstendig og uavhengig.

(2) Etikkrådet skal overvåke og vurdere risiko for grove normbrudd i selskaper etter kriteriene i § 4-4 og § 4-5. Rådets risikovurderinger skal danne grunnlag for bankens vurderinger av selskaper som identifiseres.

(3) Etikkrådet tar opp saker på eget initiativ eller etter anmodning fra banken. Det skal etableres rutiner for utveksling av informasjon med banken.

(4) Etikkrådet innhenter nødvendig informasjon på fritt grunnlag og sørger for at saken er godt opplyst før vurderinger gis til banken. Kontakt med selskaper skal være godt koordinert med banken. Selskaper som vurderes, skal gis mulighet til å uttale seg tidlig i prosessen og kommentere utkast til rådets risikovurdering. Etikkrådet skal bistå banken med å vurdere om grunnlaget for utelukkelser fortsatt er til stede, jf. § 4-6 sjette ledd.

(5) Etikkrådet skal ha et sekretariat. Sekretariatet arbeider etter mandat fra rådet og rapporterer til rådet. Sekretariatet skal være administrativt underlagt departementet.

(6) Medlemmenes godtgjørelse og rådets budsjett fastsettes av departementet.

(7) Etikkrådet skal årlig utarbeide en virksomhetsplan som skal legges fram for departementet. Virksomhetsplanen skal gjøre rede for Etikkrådets prioriteringer.

(8) Etikkrådet skal avgi årlig rapport om sin virksomhet til departementet. Rapporten skal avgis senest tre måneder etter årets utløp.

(9) Det skal avholdes årlige møter mellom departementet og Etikkrådet og mellom departementet, Etikkrådet og Norges Bank.

15.4 Merknader til bestemmelsene

15.4.1 Merknader til nye og endrede bestemmelser

Dette avsnittet gir en kort omtale av de endringene som foreslås i mandatet i avsnitt 15.3. Kriteriene i § 4-5 viser til normbrudd som «grove», «særlig grove», «grove eller systematiske», «alvorlige» eller handlingen skal være «uakseptabel». Dette er en videreføring av ordlyden i § 4 i tidligere Retningslinjer for observasjon og utelukkelse av selskaper fra Statens pensjonsfond utland. I den tekstlige omtalen nedenfor brukes betegnelsen «grove normbrudd» som en fellesbetegnelse for de ulike nyansene, men uten å endre meningsinnholdet i kriteriene.

Til § 1-2

Bestemmelsen videreføres. Det tas inn at banken skal søke å oppnå høyest mulig avkastning etter kostnader innenfor de rammer «og forpliktelser» som gjelder for forvaltningen. Her tenkes det særlig på fondets etiske forpliktelse i § 4-1 første ledd bokstav b.

Til § 1-3

Overskriften er språklig endret uten å endre meningsinnholdet. Rekkefølgen til bestemmelsene er noe endret av redaksjonelle hensyn.

Første ledd er nytt og sier at SPU skal være et bredt spredt, globalt fond. Det er i tråd med Stortingets vedtak 4. november 2025. Fondets spredning bestemmes først og fremst av referanseindeksen som Finansdepartementet fastsetter. Norges Bank kan avvike fra denne i begrenset grad, se kapitlene 4 og 18.

Det skal være en høy terskel før det er aktuelt å utelukke selskaper etter de adferdsbaserte kriteriene. Normbrudd skal være grove, jf. kapittel 11. Risikoen for medvirkning skal være uakseptabelt høy. Utvalget foreslår videre at banken som en hovedregel først skal forsøke å motvirke grove normbrudd med virkemidler i den ansvarlige forvaltningen, herunder eierskapsutøvelse, før utelukkelse er aktuelt, jf. § 4-6. Dette begrenser omfanget av utelukkelser og reduserer risikoen for at bankens beslutninger skal føre til at fondet ikke forblir et bredt spredt, globalt fond. Risikoen for at beslutninger om utelukkelse kan begrense fondets mulighet til å forbli et bredt spredt, globalt fond er likevel større enn tidligere som følge av den økte konsentrasjonen i aksjemarkedene og en politisk mer uforutsigbar verden, jf. kapittel 8.5.

Andre ledd er justert språklig uten at meningsinnholdet er ment endret.

Gjeldende tredje ledd andre punktum er en premiss og ikke en oppgave for Norges Bank. Utvalget bestrider ikke premissen. Banken kan legge til grunn at den ansvarlige forvaltningen også kan skape høyere avkastning på mellomlang og lang sikt. Utvalget mener likevel at en slik premiss ikke hører hjemme i et mandat som beskriver bankens oppgaver. Setningen foreslås tatt ut.

Til § 2-1

Andre og tredje ledd er justert fordi retningslinjene for observasjon og utelukkelse bortfaller.

I nytt fjerde ledd foreslås det at departementet fastsetter regler for endringer av referanseindeksen ved utelukkelser. Også i dag har Finansdepartementet i brev til banken fastsatt en slik regel om at selskaper tas ut av investeringsunivers og referanseindeks et visst tidsrom etter bankens beslutning. Det bør være unødvendig at departementet for hver utelukkelse i brev til banken skal bekrefte endringer i investeringsunivers og referanseindeks i henhold til denne regelen, se kapittel 13. Dette er en formalitet uten at departementet vurderer de enkelte sakene. Utenfra kan det likevel feste seg et slikt inntrykk. Det kan i regelen også inngå at banken i særlige tilfeller der det er behov for å avvike fra regelen, kan varsle departementet, og at departementet i slike tilfeller bør gi en bekreftelse. Departementet bør som i dag informeres om bankens beslutninger og nedsalg. Reglene bør tilsvarende omfatte endringer når selskaper tas inn igjen. Reglene bør videre omfatte hvordan kapitalen fra salg ved utelukkelser skal reinvesteres og kjøp av selskaper som tas inn igjen finansieres, se omtale i kapittel 11.

Til § 3-4

Paragrafen er justert språklig, men uten at meningsinnholdet er ment endret. Banken skal også framover benytte ulike metoder for å måle klimarisiko for fondet samlet og for ulike inndelinger av porteføljen som banken mener er relevante.

Til § 4-1

Første ledd er nytt. Utvalget foreslår å ta inn igjen fondets to etiske forpliktelser i mandatet, slik de også var med i de opprinnelige retningslinjene i 2004 etter forslag fra Graverutvalget.

Fondet skal forvaltes med sikte på høyest mulig avkastning med en akseptabel risiko for å bidra til velferd for nåværende og framtidige generasjoner. Fondet skal også unngå å være investert i selskaper som det er en uakseptabel risiko for at medvirker til eller selv er ansvarlige for grove normbrudd.

En høy terskel for utelukkelser, se ovenfor, bidrar til at forpliktelsene sjeldnere kommer i konflikt. Ved konflikt skal forpliktelsene avveies mot hverandre. Se merknad til § 4-6 nedenfor og kapittel 8.

Tidligere første ledd er nytt andre ledd og tidligere andre ledd nytt tredje ledd.

Til § 4-2

I § 4-2 første ledd foreslås det noen språklige endringer. Endringene i første punktum er dessuten ment å få fram at prinsippene skal omfatte bankens ansvarlige forvaltning bredt og ikke bare forvaltningen av investeringsporteføljen. De bør også omfatte bankens arbeid med standardsettere, markeder mv.

Videre foreslås det å ta bort § 4-2 første ledd siste punktum om at prinsippene skal legges fram for departementet minst tre uker før fastsettelse. Dersom departementet mener

prinsippene ikke er hensiktsmessige, bør det komme til uttrykk i styringsdialogen eller gjennom departementets vurderinger av gjennomføringen i ettertid. Eventuelle innspill i forbindelse med bankens arbeid med å formulere prinsippene, kan ivaretas gjennom den løpende dialogen som normalt er mellom eier og forvalter.

Andre ledd er språklig endret og knyttet til § 4-1 første ledd om fondets to etiske forpliktelser.

Tredje ledd er språklig endret uten at meningsinnholdet er endret.

I nytt fjerde ledd er det lagt til at prinsippene skal ivareta at banken skal utvise skjerpet aktsomhet ved forhøyet risiko for grove normbrudd i situasjoner med krig og konflikt. Setningen understreker et ansvar banken har også i dag.

Fjerde ledd er flyttet sist og blir nytt sjette ledd. Femte og nytt sjette ledd er språklig justert, men uten at meningsinnholdet er endret.

Til § 4-3

Bestemmelsen er justert språklig. I andre ledd foreslås det å skrive at det er «Banken» som skal fastsette retningslinjer og ikke «Hovedstyret». Hovedstyret er ansvarlig for hele bankens virksomhet. I andre ledd foreslås det dessuten, som i § 4-2 første ledd, å ta bort kravet om at retningslinjene skal legges fram for departementet minst tre uker før fastsettelse.

Til § 4-4

§ 4-4 er en ny bestemmelse i mandatet, men er basert på § 3 i Retningslinjer for observasjon og utelukkelse av selskaper fra Statens pensjonsfond utland.

Det er ingen endringer i tidligere § 3 første ledd bokstav b og c om tobakk og cannabis og ingen andre endringer i tidligere § 3 andre ledd om kull enn at observasjon utgår. § 4-4 tredje og fjerde ledd er en videreføring av § 6 andre og tredje ledd i tidligere Retningslinjer for observasjon og utelukkelse av selskaper fra Statens pensjonsfond utland. I tredje ledd er det tatt inn at det kan benyttes eierskapsutøvelse overfor kullselskaper dersom de har virksomhet som ligger nær terskelverdiene i kriteriet. Dette vil være en naturlig konsekvens av at observasjon som virkemiddel overfor kullselskaper faller bort. Selskaper som er under observasjon etter kriteriet, bør følges opp i bankens eierskapsutøvelse.

§ 4-4 femte ledd viderefører § 2 siste punktum i de tidligere retningslinjene.

Utvalgets forslag til endringer gjelder tidligere § 3 første ledd bokstav a om våpen. Utvalgets vurderinger framgår av kapittel 10.

Det generelle kriteriet foreslås endret fra «våpen (…) som ved normal anvendelse bryter med grunnleggende humanitære prinsipper» til «våpentyper som er forbudt for samtlige parter i henhold til en avtale som Norge er part i». Kriteriet omfatter våpen som er forbudt for samtlige parter å utvikle, produsere, besitte eller bruke i henhold til avtaler Norge er part i. Det omfatter på nåværende tidspunkt antipersonellminer, klaseammunisjon, kjemiske våpen, biologiske våpen, ikke-detekterbare fragmenter, blindende laservåpen og brannvåpen. Siden kriteriet er generelt formulert, avhenger kriteriets omfang av hvilke avtaler Norge er part i.

Norge er ikke part i traktaten som forbyr kjernevåpen. Kjernevåpen er derfor ikke omfattet av kriteriet. Den nærmere definisjonen av våpnene følger av de respektive konvensjonene. Det er i tråd med Etikkrådets praksis etter retningslinjer for observasjon og utelukkelse av selskaper fra Statens pensjonsfond utland.

Utvalget foreslår å videreføre kjernevåpenkriteriet i en egen bokstav a nr. ii med et justert virkeområde. Kriteriet åpner for å investere i produsenter av kjernevåpen, forutsatt at to kumulative vilkår er oppfylt. Begge vilkårene knytter seg til hvor selskapet er hjemmehørende. Selskapet må være hjemmehørende i (i) en kjernevåpenstat i henhold til ikkespredningsavtalen som (ii) er alliert med Norge. Med alliert menes her medlem av NATO. Vilkårene innebærer at endringen bare gjelder selskaper som er hjemmehørende i USA, Storbritannia eller Frankrike. Utvalget foreslår ikke andre endringer i kriteriet. Forståelsen av hva som er et kjernevåpen og sentrale komponenter til slike, videreføres i tråd med praksis retningslinjer for observasjon og utelukkelse av selskaper fra Statens pensjonsfond utland.

Til § 4-5

§ 4-5 er en ny bestemmelse i mandatet, men er basert på § 4 og § 6 i Retningslinjer for observasjon og utelukkelse av selskaper fra Statens pensjonsfond utland.

Første ledd sier at banken skal søke å unngå at fondet er investert i selskaper som det er en uakseptabel risiko for at medvirker til eller selv er ansvarlige for normbrudd som beskrevet i kriteriene.

Bokstavene a – g viser til kriterier banken skal bygge på. Alle kriteriene i § 4 bokstav a – h i retningslinjene for observasjon og utelukkelse er her tatt med videre, bortsett fra bokstav c. Etikkrådet skal bygge på kriteriene i sitt arbeid, jf. § 4-7 andre ledd. Rådets praksis fram til nå i etterlevelsen skal fortsatt være retningsgivende. Norges Bank foreslås å ha initiativrett til alle kriteriene slik banken har hatt for klimakriteriet og kullkriteriet fram til nå.

Utvalget foreslår ikke å videreføre § 4 c i retningslinjene for observasjon og utelukkelse. Kriteriet ber eksplisitt Etikkrådet og Norges Bank om å vurdere andre staters adferd. En vurdering av andre stater bør ligge til regjeringen, ikke Etikkrådet og Norges Bank. For et statlig eid fond ville det dessuten være vanskelig å vurdere andre staters adferd uten at fondet ville oppfattes som en politisk aktør. Utvalget mener at den norske stat som eier av SPU i tilfeller der det skjer kritikkverdig våpensalg fra selskaper til egne myndigheter eller eksport etter godkjenning av egne myndigheter bør benytte diplomatiske kanaler som virkemiddel. Utvalget legger i forslaget vekt på at § 4 b om «alvorlige krenkelser av individers rettigheter i krig eller konfliktsituasjoner» videreføres. Virkeområdet til dette kriteriet er videre enn virkeområdet til § 4 c. I prinsippet dekker § 4 b også de hensyn som § 4 c skal ivareta, men utvalget understreker at Norges Bank og Etikkrådet heller ikke etter § 4 b bør vurdere staters adferd eksplisitt, se nærmere omtale i kapittel 12. I anvendelsen av § 4 bokstav b må Etikkrådet og Norges Bank derfor bygge på autoritative kilder som vurderer om en eller flere parter fører krig på en måte som bryter med humanitærrettens krav. Det norske Utenriksdepartementet vil her kunne være en kilde. Innrammingen som lå til grunn for § 4 c,

skal fortsatt gjelde. Bruk av våpnene må innebære at brudd på folkerettens regler for stridighetene må være både *«alvorlige»* og *«systematiske»*. Med dette menes gjentatte tilfeller av bruk av våpen i strid med humanitærretten, særlig de reglene som har til hensikt å beskytte sivile. Dette vil være salg til parter hvor det er et gjennomgående trekk at målutvelgelse, forholdsregler eller proporsjonalitetsvurderinger, svikter. Det er videre tale om kraftige våpen som forårsaker betydelige ødeleggelser ved bruk, og hvor konsekvensene blir særlig omfattende for sivile. Bare nye leveranser av våpen i en pågående konflikt vil være grunnlag for utelukkelse.

Våpensalgskriteriet i ny bokstav c er en utvidelse av tidligere § 4 d. Kriteriet omfatter salg av våpen og militært materiell til stater som er underlagt sanksjoner eller andre internasjonale tiltak som begrenser våpeneksport til statens myndigheter, og som Norge har sluttet opp om. Forståelsen av hva som er våpen og militært materiell, videreføres i tråd med Etikkrådets praksis. Relevante sanksjoner og internasjonale tiltak er særlig sanksjoner vedtatt av FNs sikkerhetsråd og restriktive tiltak vedtatt av EU. Kriteriet omfatter kun sanksjoner og tiltak som Norge har sluttet opp om. Kriteriet skal fortsatt være rettet mot statlige myndigheter. Det innebærer at sanksjoner eller tiltak med begrensninger på eksport av våpen til enkeltpersoner eller ikke-statlige aktører, ikke omfattes. Kriteriet er det eneste som spesifikt retter seg mot salg av våpen, siden tidligere § 4 c ikke videreføres. Selskapers salg av våpen eller militært materiell som ikke omfattes av bestemmelsen, skal normalt ikke lede til utelukkelse.

Klimakriteriet i bokstav e har vært vanskelig å praktisere fram til nå, se omtale i kapittel 11. Norges Bank har initiativrett for dette, og i praksis er det Norges Bank som følger det opp. Banken bør vurdere på ny anvendelsen av kriteriet. Klimarisiko og hensyn til klima har i lang tid vært viktig i bankens arbeid. Banken har forventningsdokumenter som følges opp gjennom dialog med selskaper, risikoanalyser og i arbeidet opp mot standardsettere. I forventningsdokumentet om klima skriver Norges Bank blant annet: *«In severe cases, companies which do not respond to engagement will be candidates for assessment under the climate-related conduct exclusion criterion.»* Ansvarlig forvaltning og eierskapsutøvelse skal være bankens primære virkemiddel. Utelukkelse bør bare være aktuelt dersom avviket mellom forventningene og selskapets virksomhet er særlig stort, se også omtale i kapittel 11.

Bokstav f: Korrupsjon og økonomisk kriminalitet utgjør en finansiell risiko for eierne. Det legges til grunn at forvaltere er særlig oppmerksomme på tegn til slik adferd. Det er i kjernen av Norges Banks ansvarlige forvaltning. Korrupsjon og økonomisk kriminalitet skjer i det skjulte og er straffbart. I land med velfungerende rettssystemer blir normalt korrupsjonssaker avklart gjennom rettsapparatet. Da kreves ikke særskilt oppfølging fra banken. For en investor er korrupsjon et større problem ved svikt i rettssystemene. Banken skal bruke sin innflytelse som eier til å motvirke slik adferd. Banken bør vurdere å utelukke selskaper som ser ut til å ha korrupsjon og økonomisk kriminalitet som en iboende del av sin forretningsstrategi og som utnytter svakheter i landenes rettssystemer i hjemland eller vertsland, se nærmere omtale i kapittel 11.

§ 4-5 annet ledd er en videreføring av deler av § 6 fjerde ledd i Retningslinjer for observasjon og utelukkelse av selskaper fra Statens pensjonsfond utland. Oppdelingen av tidligere § 6 fjerde ledd må ses i sammenheng med utvalgets forslag om endrede arbeidsoppgaver for

Etikkrådet. Etikkrådet skal vurdere risiko for grove normbrudd, men ikke tilrå valg av virkemiddel. Terskelen for å omfattes av kriteriene skal være høy.

Momenter som er relevante for den etiske vurderingen, er tatt inn i § 4-5 (2) om adferdskriterier. Ordlyden «skal» innebærer at momentene som står opplistet alltid skal vurderes. Opplistingen er ikke uttømmende, jf. ordlyden «blant annet». Andre relevante momenter kan også vektlegges. Forståelsen av de enkelte momentene er sammenfallende med tidligere praksis.

Fondet skal unngå å være investert i selskaper som det er en uakseptabel risiko for at medvirker til eller selv er ansvarlige for grove normbrudd. Vurderingen av om normbruddet er grovt og om selskapet er tilstrekkelig knyttet til normbruddet skal vurderes hver for seg. Begge vilkår er nødvendige, men ikke tilstrekkelige for at selskapets adferd skal omfattes av kriteriene. Etikkrådet skal også foreta en vurdering av om risikoen for grove normbrudd er «uakseptabel».

Tredje ledd tar Etikkrådets praksis knyttet til generiske produkter inn i retningslinjene. Salg av generiske produkter skal normalt ikke omfattes av kriteriene. Kjøpers bruk av produktene er ofte utenfor selgers kontroll. Med generiske produkter menes det her standardprodukter som har legitime anvendelsesformål for kjøperen.

Til § 4-6

§ 4-6 første ledd viser til at banken gjennom eierskapsutøvelse og andre virkemidler i den ansvarlige forvaltningen skal søke å motvirke eventuelle grove normbrudd som avdekkes etter kriteriene i § 4-5. Selskaper vurderes etter samme etiske standard uavhengig av landtilhørighet. I land med velutviklede rettssystemer vil selskaper som er ansvarlige for grove normbrudd, trolig ofte også bryte med nasjonal lovgivning og følges opp i nasjonal rett. For SPU er det derfor særlig viktig med aktsomhet ved svakheter i rettssystemet.

§4-6 annet ledd viderefører deler av § 6 fjerde ledd i tidligere Retningslinjer for observasjon og utelukkelse av selskaper fra Statens pensjonsfond utland. Bestemmelsen angir sentrale momenter banken og Etikkrådet bør legge vekt på i sine vurderinger av selskaper. Mens det i retningslinjene het at banken «kan» legge vekt på disse momentene, foreslår utvalget at banken «skal» legge vekt på momentene. Opplistingen er ikke uttømmende.

I § 4-6 tredje ledd vises det til at banken ved valg av virkemidler skal legge til grunn at fondet skal være et bredt spredt, globalt fond, jf. § 1-3 første ledd. Dette er en sentral premiss.

Bankens ansvarlige forvaltning, herunder uttrekk av selskaper og kommunikasjon om det, kan utløse motreaksjoner i landet der selskapet hører hjemme, herunder påvirke adgangen til å investere i landet. Det får ikke påvirke den normative vurderingen av selskapet. Banken skal likevel se hen til denne risikoen i valg av virkemidler, i gjennomføringen av tiltak og i sin kommunikasjon. Motreaksjoner kan også rette seg mot andre norske interesser, som for eksempel finansiell stabilitet, handel og sikkerhet. På forhånd kan banken vanskelig vurdere hvilken motreaksjon som kan komme. Når banken i sin kommunikasjon og virkemiddelbruk tar hensyn til risikoen for eventuelle mottiltak mot fondet, vil det også redusere risikoen for eventuelle mottiltak mot andre norske interesser.

En ansvarlig forvaltning av SPU er viktig for tilliten til fondet i Norge. Men samtidig, dersom det settes i verk tiltak mot norske interesser som følge av beslutninger i forvaltningen av SPU, ville også det kunne gå ut over fondets omdømme og tillit her hjemme.

Retningslinjene for observasjon og utelukkelse som ble opphevet 7. november 2025, åpnet for en pragmatisk tilnærming. Banken skulle før den besluttet observasjon eller utelukkelse «*vurdere om eierskapsutøvelse kan være egnet til å redusere risikoen for fortsatt normbrudd eller av andre årsaker kan være mer hensiktsmessig. Banken skal se de ulike virkemidlene den har til rådighet i sammenheng og benytte dem på en helhetlig måte.*» Det er ikke i retningslinjene eller i forarbeider gjort rede for hva som menes med «andre årsaker».

Også i tolkningen av hvordan retningslinjene tidligere kunne praktiseres, har det vært lagt vekt på en pragmatisk tilnærming. I Meld. St. 24 (2020–2021) uttalte Finansdepartementet at det overfor selskaper med begrenset handlingsrom i land med avvikende normer «*kan være behov for å tilpasse virkemiddelbruken ut fra de rammer disse selskapene opererer under og deres vilje til å avbøte virkningene av disse forholdene. Det kan for slike selskaper være et særlig behov for en tettere kommunikasjon mellom Etikkrådet og Norges Bank på et tidlig stadium, slik utvalget peker på. Etikkrådet bør for slike selskaper kunne skrive tilråding om utelukkelse med en litt annen form og innretning enn andre tilrådinger ved at både risikovurderinger for land og bransje bør kunne tillegges vekt. Departementet legger samtidig vekt på at alle selskaper skal vurderes individuelt og med grundighet.»*

Forslaget til retningslinjer gir samme rom for å tilpasse kommunikasjon og virkemiddelbruk dersom det er hensiktsmessig.

Banken skal som besluttende organ på selvstendig grunnlag vurdere alle sider ved Etikkrådets risikovurderinger. Til forskjell fra Etikkrådet må banken se hen til begge de to etiske forpliktelsene, jf .§ 4-1 første ledd, og i sin virkemiddelbruk legge til rette for at fondet skal være et bredt spredt, globalt fond, jf. § 1-3 første ledd.

Fjerde ledd fastsetter hovedregelen at banken skal motvirke grove normbrudd gjennom eierskapsutøvelse. Det kan være tilfeller der eierskapsutøvelse ikke er aktuelt, men bare unntaksvis. Det kan for eksempel være der grove etiske normbrudd er en integrert del av forretningsmodellen som det ikke er utsikter til å endre på. Banken skal i eierskapsutøvelsen legge til grunn en tidshorisont som gjenspeiler at endringer i selskaper kan ta tid. Eierskapsutøvelsen skal være langsiktig og gjerne standhaftig. Hvis eierskapsutøvelsen ikke fører fram, og det heller ikke er realistiske utsikter til at den vil føre fram innen rimelig tid, skal banken utelukke selskapet for å unngå at fondet er investert i selskap som det er en uakseptabel risiko for at medvirker til eller selv er ansvarlig for grove normbrudd, i tråd med § 4-6 fjerde ledd. Før en slik beslutning skal banken vurdere om utelukkelse kan føre til at fondet ikke lenger er et bredt spredt, globalt fond, jf. § 1-3 første ledd, se også nedenfor.

Fondet er en ansvarlig, finansiell investor, og fondets tilknytning til eventuelle grove normbrudd vil være gjennom minoritetseierposter i et stort antall selskaper.[2] Fondet vil altså

[2] Fondets eierandeler i unotert eiendom og infrastruktur for fornybar energi er høyere. For disse investeringene vil også fondets ansvar være større.

ikke selv forårsake eller bidra til normbrudd, men har en «direkte forbindelse» til virksomheter som forårsaker eller bidrar til negative forhold. Banken forventes å gjennomføre såkalte aktsomhetsvurderinger for å identifisere slik risiko, men vil ikke være ansvarlig for å håndtere de negative virkningene selv. Ansvaret flyttes ikke fra selskapet som forårsaker eller medvirker til normbrudd til fondet. Fondet skal likevel bruke sin eierinnflytelse til å motvirke grove normbrudd i selskapene.

Hvor «nært» fondet er knyttet til et normbrudd, vil avhenge av om selskapet selv forårsaker, medvirker til eller er knyttet til normbruddet. Det vil i utgangspunktet være normbrudd som selskapet selv forårsaker, eller normbrudd i for eksempel datterselskaper eller hos leverandører som selskapet har stor innflytelse på, som eventuelt vil kunne lede til utelukkelse av selskapet. Ved salg av produkter der salget skjer med full kjennskap til at produktet for kunden har en avgjørende rolle i svært alvorlige normbrudd, kan utelukkelse være aktuelt. Lengre ute i verdikjeden bør en være varsom med å tillegge selskaper et etisk ansvar for normbrudd.

§ 4-6 femte og sjette ledd bygger på henholdsvis § 5 femte ledd og § 5 syvende ledd i de tidligere retningslinjene. I femte ledd er oppgaven med å ha rutiner for å vurdere om grunnlaget for utelukkelse fortsatt er til stede lagt til banken og ikke Etikkrådet.

Til § 4-7

§ 4-7 er ny og gir (en skisse) til mandat for Etikkrådet. I kapittel 13 presenterer utvalget to mulige modeller for rådet, én der Finansdepartementet oppnevner rådet og én der det oppnevnes av Norges Bank. Etikkrådets mandat bør være nær likelydende i disse modellene. Det skal fortsatt være et faglig uavhengig råd som overvåker og vurderer selskaper. Modellene vil skille seg fra hverandre ved at Etikkrådet i den ene modellen får mandat fra og skal rapportere til Norges Bank og i den andre til Finansdepartementet, se også avsnitt 15.3.2.

§ 4-7 bygger på tidligere Retningslinjer for observasjon og utelukkelse av selskaper fra Statens pensjonsfond utland.

Til § 6-1

Bokstav g er språklig justert uten at meningsinnholdet er endret.

Ny bokstav h sier at arbeidet med å følge opp risikovurderinger fra Etikkrådet skal belyses, jf. nærmere omtale i kapittel 14.

Bokstav h er ny bokstav i om rapportering om klimarisiko. Denne er språklig justert, men uten at meningsinnhold er endret.

Bokstavene j, k og l er nye og omhandler bankens rapportering av arbeidet med å overvåke porteføljen for å identifisere selskaper etter kriteriene i §§ 4-4 og 4-5. Eventuelle utelukkelser skal rapporteres når nedsalg er gjennomført. Banken skal oppgi selskapsnavn og kriterium og ellers rapportere på egnet måte i tråd med en ansvarlig forvaltning. Banken skal offentliggjøre liste med selskaper som er utelukket, se kapittel 14.

Se også forslag i kapittel 14 om å endre sentralbankloven for å kunne unnta innsyn i Etikkrådets risikovurderinger og forberedende dokumenter i Etikkrådet og banken.

16 Økonomiske og administrative konsekvenser

Konsekvensene av utvalgets forslag kan deles i to kategorier; forslag som har virkninger på fondets portefølje og forslag om organisering og gjennomføring av arbeidet. De økonomiske virkningene vil på lang sikt kunne bli vesentlige av forslagene i den første kategorien, men mindre i den andre.

Forslag med virkninger på fondets portefølje

Utvalgets mandat presiser at fondet skal være et fond som er investert globalt og med bred spredning.

Utvalget foreslår å videreføre kjernevåpenkriteriet, men at virkeområdet endres, se nærmere omtale i kapittel 10. Etter forslaget vil flere selskaper som i dag er utelukket, tas inn igjen i fondets investeringsunivers og referanseportefølje. I verdi utgjør disse om lag en tredel av alle utelukkede selskaper.

For adferdskriteriene vil forslagene sannsynligvis føre til færre utelukkelser framover enn dersom rammeverket før 7. november 2025 videreføres, jf. kapitlene 9 og 11. Det foreslås at Norges Bank som en hovedregel skal forsøke eierskapsutøvelse overfor selskaper før utelukkelse vurderes. I praksis vil også terskelen for utelukkelse heves noe.

Samlet vil disse forslagene bidra til bedre spredning av investeringene og et bedre bytteforhold mellom forventet avkastning og risiko. I kapitlene 4 og 18 vises det til beregninger av gevinsten av å spre investeringene på mange land og selskaper, og til at kostnadene kan være betydelig dersom investeringsuniverset begrenses.

Utvalgets forslag vil videre redusere risikoen for eventuelle reaksjoner og mottiltak rettet mot fondet og mot andre norske interesser som følge av den ansvarlige forvaltningen, herunder eventuelle utelukkelser av selskaper.

Forslag om organisering og virkemiddelbruk

Utvalget foreslår å videreføre ordningen med et Etikkråd som vurderer risikoen for at selskaper fondet investerer i, bryter etiske normbrudd. Utvalget legger fram to modeller for organiseringen av arbeidet. I den ene modellen videreføres gjeldende ordning der Etikkrådet oppnevnes av Finansdepartementet og rådets sekretariat formelt er ansatt i departementet. I den andre modellen oppnevnes Etikkrådet av Norges Bank, mens sekretariatet er ansatt i banken. Den andre modellen vil innebære administrative endringer for Finansdepartementet, Norges Bank og Etikkrådet.

Utgifter til drift av Etikkrådet og Etikkrådets sekretariat dekkes i dag av Finansdepartementet, men vil etter forslaget dekkes av Norges Bank i tiden framover. Budsjettet til Etikkrådet var i 2025 på 20,3 millioner kroner.

Etikkrådet skal etter forslaget utføre flere av de oppgavene det utfører i dag. Rådet skal bidra med risikovurderinger av sektorer og selskaper til Norges Bank, men ikke tilrå om selskaper skal utelukkes eller settes til observasjon. Denne endringen forventes ikke i seg selv å føre til

endret ressursbruk. Det kreves som i dag grundige vurderinger med utgangspunkt i informasjon fra banken, andre offentlige kilder og direkte kontakt med selskaper.

Utvalget foreslår at Norges Bank skal legge mer vekt på eierskapsutøvelse enn tidligere. Flere og lengre selskapsdialoger og bransjeinitiativer vil kreve noe økt ressursbruk i banken.

Utvalget foreslår videre at observasjon utgår som virkemiddel. Etikkrådet har fulgt opp selskaper under observasjon. Det legges til grunn at disse framover vil følges opp gjennom eierskapsutøvelse.

Etikkrådet og Norges Bank har begge kostnader til ekstern datainnhenting om selskaper. En andel av dette er overlappende og vil kunne unngås dersom Etikkrådet tas inn i banken. Samtidig kan Etikkrådet få noe økt effektivitet gjennom bruk av bankens systemer og kunstig intelligens.

Utvalget har ikke funnet det hensiktsmessig å forsøke å tallfeste ressursmessige konsekvenser som følge av forslaget. Banken har allerede styrket arbeidet med den ansvarlige forvaltningen vesentlig, og bruk av kunstig intelligens (KI) gir høyere effektivitet. Et større antall selskaper vil etter forslaget måtte bli fulgt opp over tid for å påvirke risikoen for normbrudd.

Del IV
Bakgrunn

17 Generasjonsperspektivet – de første 30 årene

17.1 Opprettelsen av et petroleumsfond[1]

Etter at Norge fant olje i Nordsjøen i 1969, ble det tidlig lagt til grunn at verdiene kunne bli store. Inntektene kunne brukes til å utvikle velferdsstaten i Norge og skape *«et kvalitativt bedre samfunn».*[2] Det såkalte Tempoutvalget som ble ledet av Hermod Skånland, lanserte ideen om å opprette et oljefond.[3]

Tanken om et fond modnet i løpet av 1980-årene, og Willoch-regjeringen gikk inn for å etablere et fond i langtidsprogrammet som ble lagt fram våren 1985. En *lov om Statens petroleumsfond* ble vedtatt i 1990 etter de linjene som ble trukket opp i langtidsprogrammet.[4] Følgende prinsipper ble etablert for fondet:

- Alle statens nettoinntekter fra petroleumsvirksomheten skulle overføres til fondet.
- Fondet skulle integreres i statens budsjett og regnskap.
- Statens underskudd utenom olje skulle dekkes av den årlige overføringen fra fondet, og staten skulle ikke kunne låne penger for å dekke underskuddet så lenge det var penger i fondet.
- Overføringen fra fondet til statsbudsjettet skulle skje som ett beløp, uten noen form for øremerking. Det var viktig at Stortingets kompetanse til å prioritere mellom ulike formål på statsbudsjettet ikke ble undergravd.
- Alle fondsmidlene skulle plasseres i utlandet.

Disse prinsippene står fortsatt ved lag.[5]

Loven ble vedtatt under en dyp lavkonjunktur i norsk økonomi, med høy arbeidsledighet og underskudd på statsbudsjettene. Prognoser på denne tiden tydet på at produksjonen på norsk sokkel ville passere toppen tidlig på 1990-tallet. Norsk økonomi hentet seg inn utover på 1990-tallet, statens skatteinntekter økte og underskuddet på statsbudsjettet utenom oljeinntektene falt. I 1995 gikk statsbudsjettet med overskudd, og om lag 2 milliarder kroner ble satt inn som det første innskuddet i fondet året etter. Høyere inntekter fra petroleumssektoren bidro til at fondet deretter vokste i de kommende årene.

Da det rundt tusenårsskiftet var utsikter til ytterligere økt sparing og et voksende fond i de kommende årene, ble det tydelig at det var behov for å etablere en regel for en kontrollert pengebruk over statsbudsjettet. Dette var bakgrunnen for at *handlingsregelen* for

[1] Omtalen bygger blant annet på NOU 2017: 13 Ny sentralbanklov. Organisering av Norges Bank og Statens pensjonsfond utland, kapittel 7, NOU 2022: 12 Fondet i en brytningstid, kapittel 2 og 3, og Eriksen (2022).

[2] Analysene i St.meld. nr. 25 (1973–74) Petroleumsvirksomhetens plass i det norske samfunn.

[3] NOU 1983: 27 Petroleumsvirksomhetens framtid.

[4] Ot.prp. nr. 29 (1989–90) Om lov om Statens petroleumsfond og Innst. O. nr. 32 (1989–90).

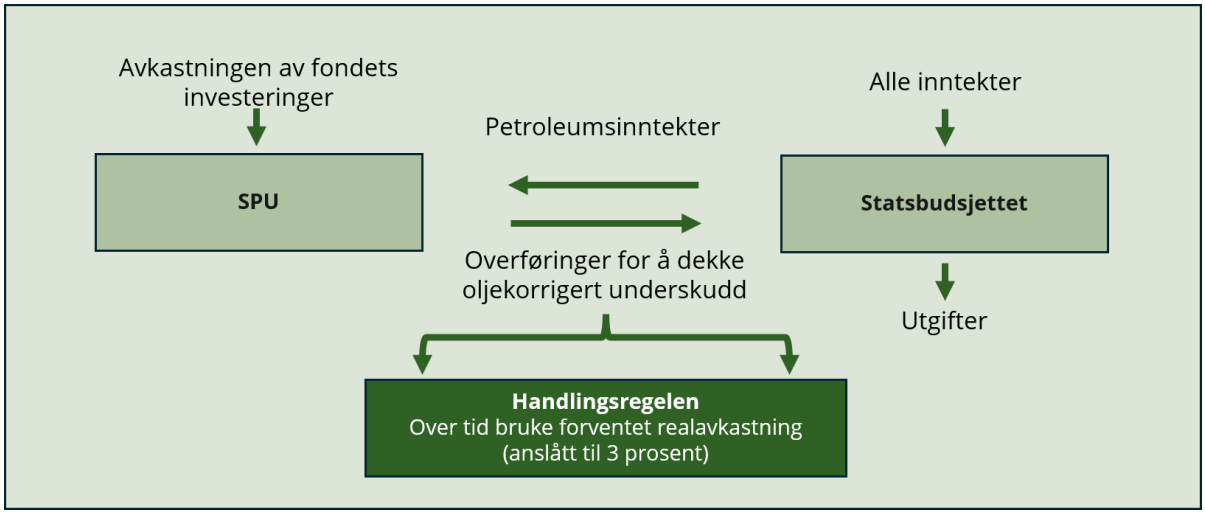
[5] Se NOU 2017: 13, kapittel 7 for en nærmere beskrivelse av opptakt og vurderinger ved etableringen av loven.

budsjettpolitikken ble innført i 2001. I 2001 trakk regjeringen Stoltenberg I opp retningslinjer for finanspolitikken som åpnet for en gradvis innfasing av oljeinntekter i norsk økonomi.[6]

Ifølge handlingsregelen skal staten over tid bruke forventet realavkastning av fondskapitalen over statsbudsjettet. Avkastningen ble først anslått til fire prosent, men i 2017 nedjustert til tre prosent.

Lovbestemmelsene fra 1990 og handlingsregelen bidro til at fondet på en enkel og oversiktlig måte ble integrert i finanspolitikken, se figur 17.1. Handlingsregelen forente ulike hensyn:

- Den ga støtte til at petroleumsinntektene forvaltes langsiktig slik at de kan komme både dagens befolkning og framtidige generasjoner til gode.
- Den ga grunnlag for forutsigbarhet om innfasingen av oljeinntektene i norsk økonomi.
- Den bidro til å forankre forventningene i valutamarkedet slik at store og varierende oljeinntekter ikke i seg selv ville føre til en ustabil krone.
- Den la til rette for at bruken av oljeinntekter på kort sikt kunne bidra til å stabilisere norsk økonomi.



Figur 17.1 Fondet er fullt ut integrert i finanspolitikken

Kilde: Finansdepartementet.

For å understreke hensynet til å bevare fondet slik at det kan bidra til å finansiere norsk velferd også i framtiden, foreslo regjeringen Bondevik II at Statens petroleumsfond og Folketrygdfondet skulle samles under én felles «paraply», Statens pensjonsfond.[7]

Det ble lagt vekt på at fondet skal støtte opp under statlig sparing for å finansiere folketrygdens pensjonsutgifter og andre langsiktige hensyn ved anvendelsen av statens petroleumsinntekter. Alle sentrale bestemmelser om håndteringen av statens

[6] St.meld. nr. 29 (2000–2001) Retningslinjer for den økonomiske politikken.

[7] Ot.prp. nr 2 (2005-2006) Om lov om Statens pensjonsfond

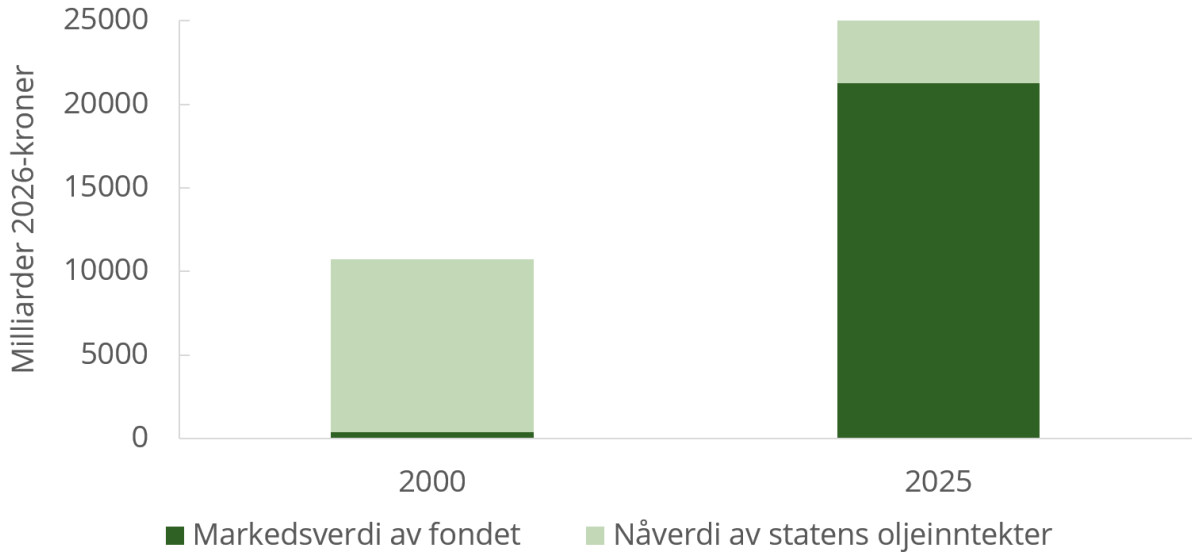
petroleumsinntekter og forvaltningen av fondet ble videreført. Stortinget sluttet seg til forslaget og vedtok lov om Statens pensjonsfond i 2005.

17.2 Generasjonsperspektivet

17.2.1 En formue i bakken er omgjort til et synlig fond

Petroleum er en ikke-fornybar ressurs. Oppbyggingen av SPU gjenspeiler at vi omplasserer en ikke-fornybar formue på sokkelen til investeringer i de globale finansmarkedene. En investeringsstrategi med vekt på å oppnå høy avkastning til en akseptabel risiko og en bærekraftig regel for de årlige overføringene fra fondet til budsjettet gir grunnlag for at formuen kan bli til nytte for både nålevende og framtidige generasjoner. Handlingsregelen er en mer forsiktig og enklere variant av en regel basert på «permanentinntekten» fra petroleumsressursene.[8]

Figur 17.2 illustrerer omplasseringen. Fra år 2000 til 2026 har petroleumsressursen blitt gradvis tappet, mens finansformuen har økt markert. Norsk økonomi er blitt mindre sårbar for risiko for variasjoner i prisene på olje og gass, men samtidig mer eksponert mot svingningene i finansmarkedet.



Figur 17.2 Omplassering fra petroleumsressurser til sparing i SPU

Kilde: Finansdepartementet.

17.2.2 Fordeling av formuen mellom generasjoner

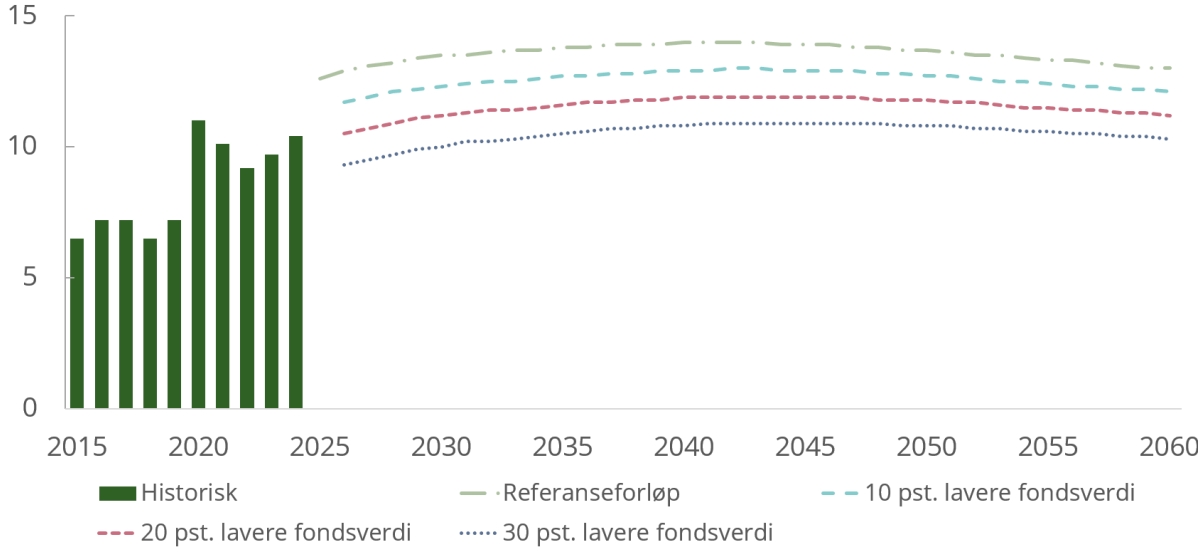
Som vist til i kapittel 4, har avkastningen av fondet bidratt til å bygge ut våre velferdsordninger. Siden 2000 har et stadig større fond gitt rom for at overføringene til

[8] Se blant annet Eriksen (2022). Nytt Norsk Tidsskrift nr. 3–4/2024 inneholder flere artikler som diskuterer Statens pensjonsfond utland som en samfunnskontrakt.

statsbudsjettet i gjennomsnitt har kunnet øke med drøyt 20 milliarder 2026-kroner hvert år. Det har gitt plass til økte utgifter og noen skattelettelser. Mer enn hver fjerde krone på statsbudsjettet finansieres som nevnt med avkastningen fra fondet.

Framover vil likevel bærekraften i offentlige finanser utfordres av økt forventet levealder, flere eldre og reduserte inntekter fra petroleumsvirksomheten. Ifølge perspektivmeldingen for 2024 er det fram mot 2060 behov for å stramme inn i offentlige finanser med vel 6 prosent av BNP for Fastlands-Norge.[9] Det er tatt utgangspunkt i at dagens velferdsordninger og skattesystem videreføres, men at standarden på offentlige tjenester antas å vokse betydelig mindre enn den har gjort de siste tiårene.

Slike framskrivinger hviler på mange forutsetninger, herunder om utviklingen til SPU. Det er som vist til i kapittel 4 lagt til grunn uendret kronekurs og en forventet realavkastning på tre prosent i beregningene. En lavere fondsverdi enn det som er lagt til grunn, vil vesentlig redusere rommet for hvor mye som kan overføres fra fondet til budsjettet, jf. figur 17.3. Finansieringsbehovet i 2060 vil øke tilsvarende.



Figur 17.3 Betydning for uttak fra fondet ved fall i fondsverdien

Kilde: Meld. St. 31 (2023–2024) Perspektivmeldingen 2024, figur 7.14.

Framskrivingene i perspektivmeldingen illustrerer at fondet ikke alene gir et fullgodt bilde av hvor god stand statsfinansene er i. Staten har også store forpliktelser, og pensjonsforpliktelsene alene utgjør rundt 320 prosent av BNP for Fastlands-Norge.[10] At den norske staten har samlet sin oppsparing i ett stort fond, gjør formuen svært synlig. I Danmark og flere andre land er pensjonsforpliktelsene i stor grad fonderte, men uten at dette synes i ett

[9] Meld. St. 31 (2023–2024) Perspektivmeldingen 2024, kapittel 7.

[10] Statistisk sentralbyrå (2024), «Pensjonsrettighetene er 4 ganger større enn BNP», artikkel publisert 20. februar 2024. Tilgjengelig på ssb.no.

stort, statlig eiet fond.[11] Styrken i statsfinansene bestemmes av formuen sett opp mot forpliktelsene, ikke av hvordan oppsparingen er organisert.

Framskrivingene viser videre at statsfinansene er sårbare for utviklingen i fondet og internasjonale finansmarkeder. Fondets rammeverk og hvordan fondet blir forvaltet, har derfor stor betydning. Med et fond på 20 000 milliarder kroner vil pluss minus én prosentenhet i avkastning tilsvare 200 milliarder kroner. Den forventede realavkastningen i 2026 er på nesten 640 milliarder kroner, dvs. om lag det samme som verdiskapingen i norsk industri i 2025.[12]

Økonomisk vekst har ført til at velstand og velferd har økt fra generasjon til generasjon. Dette kan fortsette, men det kan ikke tas for gitt. Hvis produktiviteten fortsetter å øke, vil fondets betydning relativt til samlet verdiskaping i økonomien reduseres i framtiden. Ved å begrense uttaket fra fondet til den forventede realavkastningen legger handlingsregelen til rette for at fondet kan komme også framtidige generasjoner til gode. Verdien av fondet vil samtidig avhenge av avkastningen i finansmarkedene. Denne vil variere over tid.

Det er stor usikkerhet om den økonomiske utviklingen videre. Norsk økonomi må blant annet omstille seg når petroleumssektoren etter hvert bygges ned. Fondet vil da bidra som en god buffer.

17.2.3 Nærmere om gevinsten ved å spre investeringene

I kapittel 4 illustrerer figur 4.3 realavkastningen til en global portefølje med liknende egenskaper som SPU siden 1900. Figur 17.4 nedenfor viser den samme markedsvektede globale indeksen sammen med utviklingen i nasjonale aksjemarkeder. Denne tidsserien illustrerer hvorfor bred spredning er sentralt i forvaltningen av fondet.

For det første er det på forhånd usikkert hvilke markeder som vil gi høyest avkastning. Et marked som framstår som solid ved inngangen til en periode, kan likevel utvikle seg svakt. I de mest alvorlige tilfellene har enkeltmarkeder påført investorene store tap over lang tid, for eksempel i perioder med krig, revolusjon eller dype økonomiske kriser. Bred spredning gjør fondet mindre utsatt for at enkeltmarkeder utvikler seg svakt.

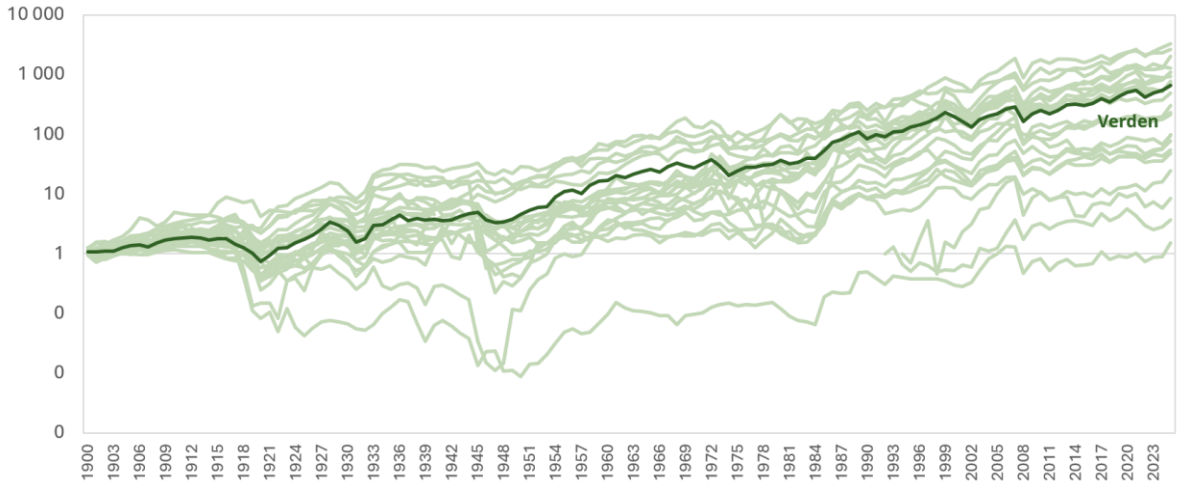
Det andre er at markedene ikke svinger i takt. Når noen markeder faller, kan andre stige eller holde seg stabile. En markedsvektet global indeks har derfor en jevnere utvikling enn de enkelte markedene hver for seg. Dette er kjernen i gevinsten ved å spre investeringene. Spredning reduserer svingningene i avkastningen uten at den forventede avkastningen reduseres tilsvarende. En oppnår en mer stabil utvikling uten å gi avkall på forventet avkastning over tid.

Bred spredning er ingen garanti mot svak avkastning. Som figur 17.4 viser, har også en bredt sammensatt portefølje hatt lange perioder med svak eller negativ realavkastning. Spredning

[11] At pensjonsforpliktelser er *fondert*, betyr at framtidige pensjonsutbetalinger er dekket av midler som er spart opp på forhånd, i stedet for å bli betalt løpende over offentlige budsjetter etter hvert som de forfaller.

[12] Meld. St. 1 (2025–2026) Nasjonalbudsjettet 2026.

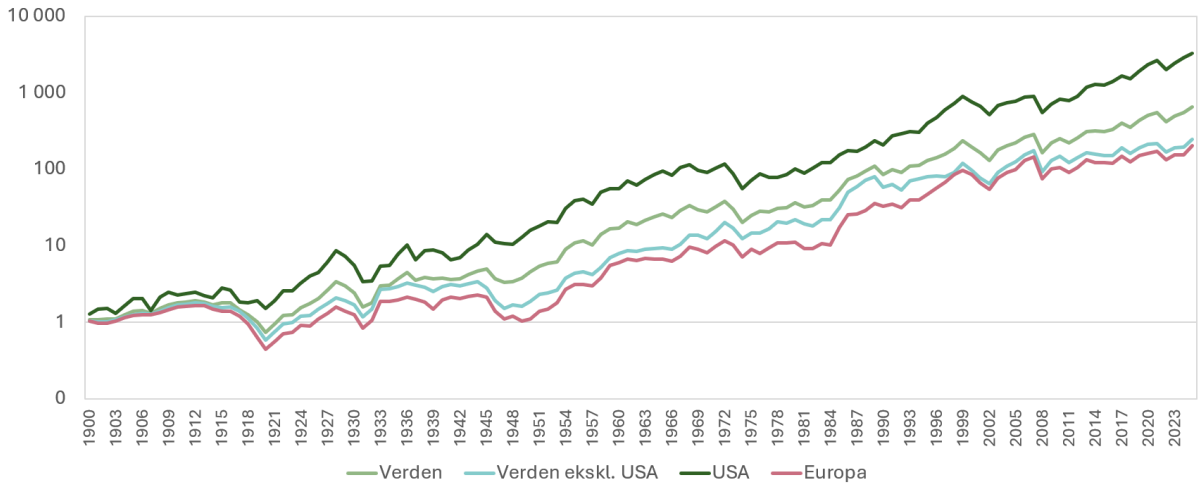
fjerner heller ikke svingningene i fondets verdi. Markedene utvikler seg delvis i takt, ettersom hendelser som verdenskriger, internasjonale finanskriser og kraftige skift i renter eller energipriser virker inn på mange markeder samtidig. Diversifisering bidrar likevel til en jevnere avkastning over tid enn det et enkelt marked ville gitt.



Figur 17.4 Avkastning av aksjer 1900–2024

Kilde: Morningstars Dimson-Marsh-Staunton og Norges Bank.

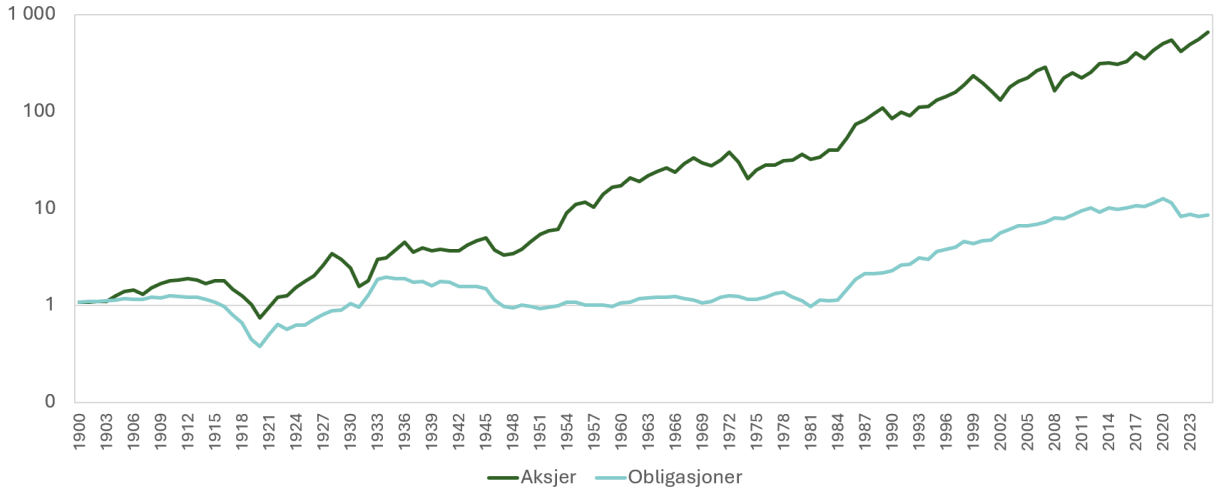
Figur 17.5 illustrerer utviklingen fordelt på regioner. Som omtalt i kapittel 4, kan vi se at avkastningen i det amerikanske aksjemarkedet har vært høyere enn i resten av verden.



Figur 17.5 Avkastningen har vært høyere i USA enn i resten av verden

Kilde: Morningstars Dimson-Marsh-Staunton og Norges Bank.

Aksjer har hatt en langt høyere avkastning enn obligasjoner gjennom perioden. Figur 17.6 viser at realavkastningen av obligasjoner var null fra 1900 til 1980. Samtidig har avkastningen tradisjonelt variert mer på kort sikt for aksjer enn obligasjoner. Obligasjoner kan dermed bidra til å dempe svingninger i avkastningen fra år til år.



Figur 17.6 Avkastningen har vært høyere for aksjer enn obligasjoner

Kilde: Morningstars Dimson-Marsh-Staunton og Norges Bank.

18 Nærmere om virkninger på avkastning og risiko ved å utelukke selskaper

18.1 Innledning

Ved innføringen av det etiske rammeverket for fondet i 2004 ble det lagt til grunn at omfanget av utelukkelser ville være begrenset og de finansielle kostnadene beskjedne. Innføring av nye produktkriterier for tobakk og kull i henholdsvis 2009 og 2016 førte til flere utelukkelser. Det er også blitt utelukket betydelig flere selskaper etter kjernevåpenkriteriet enn det det såkalte Graverutvalget la til grunn, jf. NOU 2003: 22. I dette kapittelet drøftes hvordan utelukkelse av selskaper eller sektorer kan påvirke avkastning og risiko i Statens pensjonsfond utland (SPU).

Investeringsstrategien uttrykkes gjennom en referanseindeks som angir en fast fordeling av kapitalen mellom aksjer og obligasjoner. Den viktigste beslutningen for fondets forventede avkastning og risiko er valg av aksjeandel for referanseindeksen. Aksjer gir over tid høyere forventet avkastning enn obligasjoner, men verdien svinger mer. Aksjeandelen i referanseindeksen er 70 prosent. Obligasjonsandelen på 30 prosent demper svingningene i den samlede avkastningen og gir eksponering mot andre former for risiko enn aksjer. Det er også åpnet for investeringer i unotert eiendom og unotert infrastruktur for fornybar energi utenfor referanseindeksen og innenfor begrensede rammer.

Bred spredning av investeringene er den viktigste mekanismen for å dempe risiko. Ved å spre investeringene over flere typer aktiva, land, sektorer og selskaper blir fondet mindre sårbart for hendelser i de enkelte markedene, sektorene eller selskapene. Referanseindeksen er satt sammen ut fra dette hensynet og er utformet slik at den kan følges tett og til lave kostnader.

Hvis investeringsuniverset snevres inn, kan risikoen øke, uten en tilsvarende økning i forventet avkastning.

18.2 Antagelser i tidligere meldinger og utredninger

Etiske avgrensinger for fondets investeringer har vært diskutert siden det i 1997 ble besluttet å plassere deler av fondet i aksjer, jf. kapittel 20. I Nasjonalbudsjettet 1998 skrev Finansdepartementet at «særskilte tilleggsbegrensninger» for fondets investeringsmuligheter kunne gi dårligere risikospredning.[1] Norges Bank skrev i brev til Finansdepartementet i 1998 blant annet at «*[e]tiske retningslinjer kan øke risikoen i fondet fordi investeringene kan bli mindre diversifisert. Det gjelder særlig dersom en velger å utelukke mange bedrifter eller enkelte bransjer fra investeringsuniverset.»* Videre skrev banken at virkningene på

[1] St.meld. nr. 1 (1997–98) Nasjonalbudsjettet 1998, s. 81.

nettoavkastning og risiko ville avhenge av utformingen, og at en minimumsløsning der et fåtall bedrifter utelukkes neppe ville ha vesentlige virkninger.[2]

Graverutvalget mente negativ filtrering av et visst omfang ville kunne føre til redusert risikojustert avkastning, reduserte muligheter for å drive aktiv forvaltning og økte transaksjonskostnader.[3] Utvalget vurderte likevel at virkningen på samlet risiko ville være begrenset så lenge få selskaper ble utelukket, men understreket at selv små avkastningstap er kostbart for et stort fond. Utvalget pekte blant annet på at et tap på 0,01 prosent årlig tilsvarte om lag 23 millioner kroner ut fra aksjeporteføljens størrelse ved utgangen av 2002.[4]

Graverutvalget pekte videre på at forventet avkastning og risiko påvirkes av to forhold når selskaper velges bort på etisk grunnlag. For det første reduseres diversifikasjonsmulighetene. Virkningen er entydig negativ, men utvalget vurderte den som marginal i en allerede bredt diversifisert portefølje. For det andre endres porteføljens eksponering mot faktorer som påvirker den systematiske risikoen, med virkninger på avkastningen som er kompliserte å anslå på forhånd.

I vedlegg til Graverutvalgets utredning pekte professorene Thore Johnsen og Ole Gjølberg på at det å begrense investeringsuniverset gjennom etiske utelukkelser i et velfungerende marked kunne forventes å ha en kostnad. Empiriske studier viste at såkalte SRI-fond og -indekser i noen år hadde bedre resultater enn fond uten slike restriksjoner, i andre år dårligere og i mange var det ingen signifikant forskjell.[5]

Et sentralt funn var at det var asymmetri i resultatene. Mens SRI-fond kunne prestere på linje med markedet i oppgangstider, var de sårbare for betydelig mindreavkastning i nedgangstider. Dette skyldtes de strukturelle skjevhetene i sektorer, land og selskapsstørrelse som den etiske filtreringen skapte. Analysen av Domini Social Index (DSI), som falt kraftigere enn S&P 500 etter teknologiboblen i 2000, ble vist til som eksempel. Johnsen og Gjølberg oppsummerte at SRI-restriksjoner i oppgangstider ofte hadde små konsekvenser for avkastningen, men at en eier som pålegger slike restriksjoner måtte være innforstått med en mulig betydelig nedsiderisiko, avhengig av hvor sterke restriksjonene var. Samtidig understreket de at konklusjonene var følsomme for utvalgsperiode og sammensetning, og at det var vanskelig å trekke entydige konklusjoner.

I sitt høringssvar til Graverutvalgets utredning pekte Norges Bank på at konsekvensene ville avhenge av omfanget. Omfattende bruk av utelukkelser kunne medføre betydelige kostnader i form av lavere forventet avkastning eller høyere markedsrisiko og mindre oversiktlig forvaltning. Dette var kostnader banken vurderte at utvalget i liten grad hadde gått inn på.

---

[2] Norges Bank (1998), brev til Finansdepartementet 22. april 1998 om konsekvenser for forvaltningen av Petroleumsfondet av å innføre spesielle etiske retningslinjer.

[3] Graver-utvalget bruker begrepene «negativ filtrering» og «uttrekk» om det som i dag omtales som henholdsvis produktbaserte og adferdsbaserte utelukkelser.

[4] Basert på aksjeporteføljens størrelse ved utgangen av 2025 er tilsvarende tall mer enn 1,5 milliarder kroner.

[5] SRI står for socially responsible investments.

Da de etiske retningslinjene for fondet ble innført i 2004 i tråd med Graverutvalgets anbefaling, la Finansdepartementet til grunn at kostnadene ville være beskjedne, forutsatt at det ville være relativt få selskaper som ville bli utelukket. Departementet pekte samtidig på at dersom antallet selskaper øker, og særlig hvis hele bransjer utelukkes, vil de økonomiske konsekvensene kunne øke.[6]

Finansdepartementet har i senere stortingsmeldinger lagt vekt på at terskelen for å utelukke selskaper fra fondet skal være høy. Departementet har også vist til at en innsnevring av fondets investeringsmuligheter vil kunne gi høyere risiko uten en tilsvarende økning i forventet avkastning.

Mestadutvalget pekte på at begrensninger «reduserer fondets mulighetsrom og vil, alt annet likt, gi en forventning om lavere risikojustert avkastning».[7] Utvalget viste til at selv en moderat prosentvis mindreavkastning vil utgjøre betydelige beløp.

Sverdruputvalget skrev blant annet:

> *«Små innsnevringer i fondets investeringsunivers kan i hvert enkelttilfelle fremstå som uvesentlig. Men enhver begrensning har likevel en kostnad i form av dårligere risikospredning og et endret bytteforhold mellom forventet avkastning og risiko. Over tid kan mange små endringspålegg i realiteten innebære en gradvis omlegging av fondets investeringsstrategi, uten at dette kanskje var tilsiktet eller helhetlig vurdert. Det er viktig at potensielle kostnader synliggjøres og er del av avveiningene i alle beslutninger om fondet.»*[8]

[6] St.meld. nr. 2 (2003–2004) Revidert nasjonalbudsjett 2004, s. 71.

[7] NOU 2020:7, s. 100.

[8] NOU 2022:12, s. 160.

Boks 18.1 Begreper og prinsipper

Prisen på en aksje

En aksje er en eierandel i et selskap. Prisen bestemmes av tilbud og etterspørsel. Aksjer handles hovedsakelig mellom investorer, ikke mellom investor og selskap. Å kjøpe eller selge en aksje er derfor ikke det samme som å tilføre kapital til eller trekke kapital fra selskapet. Selskapets gjeldende drift og finansiering påvirkes ikke når investorer kjøper og selger allerede utstedte aksjer.

Finansteorien legger til grunn at verdien av en aksje er summen av alle framtidige kontantstrømmer som vil tilfalle eier av aksjen, justert ned (diskontert) for å ta hensyn til at et beløp penger i dag er mer verdt enn samme beløp i framtiden. Hvis forventningene til framtidig inntjening øker (faller), stiger (faller) prisen. Hvis risikoen oppfattes som høyere (lavere), øker (faller) avkastningskravet uttrykt ved en høyere diskontering, og prisen synker (stiger).

Et sentralt utgangspunkt i finansteorien er hypotesen om effisiente markeder: Konkurransen mellom mange investorer gjør at priser raskt justeres til å reflektere all tilgjengelig informasjon. Dagens pris er markedets beste anslag på verdien av fremtidige kontantstrømmer.

Avkastning

Avkastning er gevinsten eller tapet på en investering, gjerne oppgitt i prosent av det investerte beløpet. Forventet avkastning er det en investor forventer å oppnå gitt dagens pris. Realisert avkastning er det investoren faktisk oppnår, målt i etterkant.

Pris og forventet avkastning henger sammen: Lavere pris betyr høyere forventet avkastning, alt annet likt, fordi kjøperen betaler mindre for de samme forventede framtidige kontantstrømmene.

Risiko og diversifisering

Finansiell risiko handler om usikkerhet. Avkastningen kan bli enten høyere eller lavere enn forventet. Det vanligste målet for risiko er standardavvik, som fanger opp hvor mye avkastningen svinger. Jo høyere standardavvik, desto større svingninger. Gitt vanlige antagelser om hvordan avkastning fordeler seg, vil avkastningen i om lag to av tre år ligge innenfor ett standardavvik fra gjennomsnittet.

Risikoen ved å eie aksjer deles i to typer. Usystematisk risiko er knyttet til enkeltselskaper og kan reduseres gjennom diversifisering, det vil si å spre investeringene på mange selskaper, sektorer og markeder, slik at tap i én investering oppveies av gevinster i andre. Systematisk risiko påvirker mange selskaper samtidig og kan ikke diversifiseres bort.

I teorien får investor betalt i form av høyere forventet avkastning bare for risiko som ikke kan diversifiseres bort. En investor som ikke sprer investeringene, bærer i tillegg risiko

som kunne vært fjernet. For den delen gis det ingen kompensasjon. Når et fond utelukker selskaper, blir mulighetene til å spre investeringene mindre. Verdien av porteføljen kan da svinge mer. Effekten avhenger av hvor mange og hvilke selskaper som utelukkes.

18.3 Forskning på finansielle effekter av utelukkelser

Utelukkelser kan ha finansielle konsekvenser for investoren. Et innsnevret investeringsunivers kan redusere investorens risikojusterte avkastning.[9] Dersom mange investorer selger samtidig, kan selskapets kapitalkostnad, dvs. den avkastningen selskapet må tilby for å tiltrekke seg nye investorer, øke.[10] Akademisk forskning tyder på at begge effektene i de fleste tilfeller har vært begrensede. Kostnaden for investoren kan likevel være mulig å måle over tid når mange selskaper innenfor samme virksomhetstype utelukkes. Effekten på selskapenes kapitalkostnad forutsetter på sin side at en stor del av kapitalen i markedet utelukker de samme selskapene.

18.3.1 Virkninger for investorene

Porteføljeteorien legger til grunn at investoren velger en portefølje som maksimerer risikojustert avkastning (Markowitz, 1952). Når investoren velger den best mulige porteføljen fra et gitt utvalg aksjer, vil ethvert krav som innskrenker utvalget begrense valgmulighetene. Resultatet kan i beste fall bli like godt, men aldri bedre, enn om investoren sto fritt til å velge blant alle tilgjengelige aksjer. Et bredere utvalg gir investoren flere måter å kombinere aksjer på, og dermed mulighet til å oppnå en gitt forventet avkastning med lavere risiko, eller høyere avkastning for et gitt risikonivå. Det settet av porteføljer som gir høyest avkastning for et gitt risikonivå, kalles den «effisiente fronten». Enhver portefølje som ligger under denne fronten, er suboptimal fordi det finnes en alternativ portefølje med høyere avkastning for samme risiko. Begrensninger i investeringsmulighetene kan skyve investorens portefølje bort fra den effisiente fronten. Hvor stor denne kostnaden er i praksis, er et empirisk spørsmål.

Akademisk forskning tyder på at begrensninger i investeringsmuligheter kan redusere risikojustert avkastning, men at størrelsen på effekten avhenger av hvor omfattende begrensningene er. Det finnes få studier av etiske utelukkelser spesifikt, men virkningen av andre begrensninger på investeringsuniverset er bedre undersøkt og illustrerer den samme mekanismen. For eksempel vil forbud mot såkalte shortsalg og strenge regulatoriske risikokrav forverre risiko- og avkastningsprofilen i en portefølje (Clarke, de Silva og Thorley,

[9] Risikojustert avkastning er avkastning sett i forhold til risikoen som er tatt for å oppnå den. To investeringer med samme avkastning kan ha ulik risikojustert avkastning, fordi den ene har svingt mer enn den andre.

[10] Når et selskap skal hente inn ny kapital ved å utstede nye aksjer, må det selge aksjer til gjeldende markedskurs. En lavere kurs betyr at hver aksje er mindre verdt. Selskapet får dermed mindre kapital per aksje det utsteder, og må gi fra seg en større eierandel for å hente inn det samme beløpet. Finansiering av nye investeringer blir derfor dyrere.

2002; Braun mfl., 2017).[11] Også investorers tendens til å systematisk overvekte aksjer fra eget hjemland kan ha betydelige kostnader (Lewis, 1999).

Dersom mange investorer deler de samme preferansene, kan dette slå ut i prisene. Dette er blant annet vist i Pástor, Stambaugh og Taylor (2021). Dersom mange investorer foretrekker grønne selskaper, presses kursene på disse selskapene opp. Høyere kurs i dag betyr at investorene kan vente seg mindre avkastning framover. Investorene godtar dermed en lavere forventet avkastning som en slags pris for å eie selskaper de mener er bærekraftige. Det samme mønsteret viser seg fra motsatt side for selskaper investorer ønsker å unngå. Hong og Kacperczyk (2009) finner at såkalte «syndaksjer», dvs. selskaper innen alkohol, tobakk og pengespill, har høyere risikojustert avkastning enn sammenliknbare aksjer. Forfatterne forklarer dette med at mange store investorer avstår fra å investere i selskapene, slik at aksjene blir underpriset og gir høyere avkastning til dem som likevel ønsker å eie dem. Zerbib (2022) finner også at «syndaksjer» er forbundet med en meravkastning.

Blitz og Swinkels (2023) undersøker også utelukkelse av såkalte «syndaksjer». De viser at slike utelukkelser innebærer at porteføljen avviker fra det brede markedet, og at dette avviket kan uttrykkes som et tilsvarende tap i forventet avkastning. Tapet er ubetydelig når avviket er lite, men øker når avviket blir større. Selv et beskjedent forventet avvik kan gi betydelig akkumulert mindreavkastning over tid. Forfatterne forklarer dette ved at «syndaksjer» ofte har egenskaper som historisk har gitt høyere avkastning, for eksempel lav prising, høy lønnsomhet og lave kurssvingninger. Når disse aksjene utelukkes, mister porteføljen denne eksponeringen. Forfatterne viser imidlertid at kostnadene kan begrenses betraktelig dersom de utelukkede aksjene erstattes med andre aksjer som har tilsvarende egenskaper. Chen og Israelov (2024) finner at kostnadene i form av lavere porteføljeavkastning er begrensede når utelukkelsene er jevnt fordelt på tvers av bransjer. Pedersen, Fitzgibbons og Pomorski (2021) viser at det å filtrere bort aksjer med lavest ESG-skår[12] gir en lavere maksimal Sharpe-rate. Sharpe-raten måler meravkastningen utover risikofri rente per enhet risiko. Høyere Sharpe-rate innebærer bedre risikojustert avkastning. Virkningen målt med dette risikomålet blir større jo flere selskaper som utelukkes.

18.3.2 Virkninger for de utelukkede selskapene

Dersom én investor selger en aksje, vil priseffekten normalt være ubetydelig. Selv verdens største fond utgjør en liten andel av de globale aksjemarkedene. Dersom mange investorer selger samtidig, kan salgspresset imidlertid påvirke prisen. En lavere aksjekurs kan resultere i høyere kapitalkostnad, som er den avkastningen et selskap må tilby for å tiltrekke seg nye

[11] Shortsalg innebærer at en investor låner og selger verdipapirer vedkommende ikke eier, med mål om å kjøpe dem tilbake til en lavere pris. Strategien gjør det mulig å tjene på kursfall.

[12] ESG er en forkortelse for «environmental, social and governance» og brukes for å beskrive hvordan selskaper håndterer forhold knyttet til miljø, samfunn og selskapsstyring.

investorer. En lavere aksjekurs gjør det dermed dyrere for selskapet å hente inn ny kapital. Noen argumenterer derfor for at utelukkelser kan gi selskaper insentiver til å endre adferd.

Hvis selgerne ikke tilfører markedet ny informasjon, men uttrykker en etisk preferanse, er det liten grunn til å anta at andre investorer uten slike preferanser skal endre sin vurdering av selskapet. De vil være villige til å kjøpe til omtrent samme pris som før. Hvis tilbudet øker vesentlig fordi flere ønsker å selge samtidig, må selgerne godta lavere pris.

Teoh mfl. (1999) undersøkte om nedsalg i selskaper med virksomhet i Sør-Afrika under apartheid påvirket selskapenes verdi. Fra 1983 til 1986 kunngjorde 16 amerikanske pensjonsfond at de solgte seg ut av slike selskaper. Bare én av kunngjøringene hadde signifikant effekt på avkastningen på kort sikt.

Berk og Van Binsbergen (2025) beregner at endringen i kapitalkostnad som følger av at investorer utelukker selskaper, er svært liten så lenge bare en liten andel investorer utelukker selskaper. Dette skyldes blant annet at aksjer i stor grad beveger seg i takt med hverandre. Kjøperne av de utelukkede aksjene tar derfor ikke på seg særlig mer risiko enn om de hadde kjøpt andre aksjer, og trenger ikke kreve mye høyere avkastning. Forfatterne mener det ville kreve en urealistisk stor og samordnet investorbevegelse for at utelukkelser skulle gi en endring i kapitalkostnaden av betydning. Kapital forvaltet i ESG-fond[13] utgjorde anslagsvis 2 prosent av samlet forvaltet fondskapital. Den beregnede effekten på kapitalkostnaden er da tilnærmet null. Forfatterne anslår at det ville kreve at over 80 prosent av all investerbar kapital utelukket de samme selskapene for å øke kapitalkostnaden til utelukkede selskaper med mer enn én prosentenhet. Forfatterne konkluderer med at sosialt bevisste investorer trolig oppnår mer ved å forbli investert og bruke sine eierrettigheter til å endre selskapets praksis, enn ved å selge seg ut.

Kompensasjonsordninger for ledelsen er i mange selskaper knyttet til utviklingen i aksjekursen. Dette gir insentiver til å opprettholde en høy aksjekurs. Gantchev, Giannetti og Li (2022) finner at der dette er tilfelle, kan selskaper som er gjenstand for utelukkelser i noen tilfeller forbedre praksis på miljø- og samfunnsforhold. Rudolf og Yuan (2026) finner at selskaper utelukket fra SPU i gjennomsnitt utelukkes av flere andre institusjonelle investorer enn andre selskaper, og at disse utelukkelsene som regel kommer etter at utelukkelsen fra SPU er offentliggjort.[14] Forfatterne ser en mulig bedring i de utelukkede selskapenes ESG-skår der tilslutningen til utelukkelsen er bred, men understreker at de bare påviser en samvariasjon, ikke en årsakssammenheng.

At flere investorer utelukker de samme selskapene, er ikke det samme som at de forvalter nok kapital til å flytte kapitalkostnaden. Berk og Van Binsbergens anslag tilsier at andelen kapital som må til, er langt høyere enn det disse investorene utgjør. En eventuell bedring i

---

[13] [13] ESG er en forkortelse for «environmental, social and governance». ESG-fond kan på ulike måter ta hensyn til hvordan selskaper håndterer forhold knyttet til miljø, samfunn og selskapsstyring.

[14] Seks institusjoner i datagrunnlaget har hver utelukket over 100 selskaper som også er utelukket fra SPU. Alle disse er europeiske institusjoner (KLP, Danske Bank, Pensioenfonds Rail & OV, Pensioenfonds Vervoer, Achmea og AkademikerPension). Det dreier seg gjennomgående om pensjonsfond og verdibaserte forvaltere som selv fører offentlige utelukkelseslister, ikke om de store indeksforvalterne.

selskapenes praksis skyldes derfor trolig ikke høyere kapitalkostnad alene. Det er usikkert hvor stor denne insentiveffekten er i praksis. Flere forhold tilsier at den kan være begrenset. Mange selskaper som typisk utelukkes av mange investorer, for eksempel produsenter av tobakk og fossil energi, er modne selskaper med lavt behov for ny kapital. Selskapers beslutninger drives av mange hensyn, der kapitalkostnaden er bare én av mange faktorer.

Dersom utelukkelser skulle lede til høyere kapitalkostnad for selskapene, er det heller ikke gitt at dette påvirker selskapenes adferd på en heldig måte. Hartzmark og Shue (2022) argumenterer for at økt kapitalkostnad for selskaper med store klimaomstillingsbehov kan gjøre omstilling vanskeligere. Med høyere kapitalkostnad vil selskaper velge prosjekter som gir kontantstrømmer på kort sikt framfor langsiktige investeringer for klimaomstilling, selv når slike investeringer ville bedret kontantstrømmene på lang sikt.

18.4 Historiske utelukkelser fra fondet

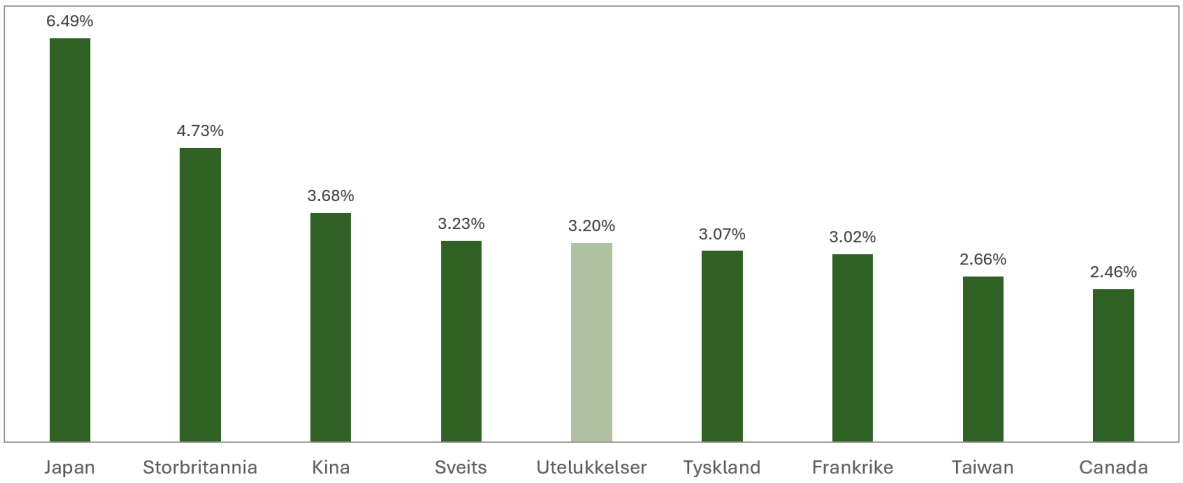
Omfanget av etiske utelukkelser fra fondet har økt over tid. Ved utgangen av 2025 var 180 selskaper utelukket.

De finansielle konsekvensene av utelukkelsene avhenger av markedsutviklingen og varierer over tid. I perioder der utelukkede selskaper eller sektorer gjør det svakere enn referanseindeksen, kommer fondet godt ut. I perioder de gjør det sterkere, går fondet glipp av gevinster. Denne mekanismen forsterkes over tid. En høyere eller lavere porteføljeverdi på ett tidspunkt gir en tilsvarende større eller mindre base å forrente videre, slik at selv moderate årlige avvik kan gi store utslag over lang tid. Den samlede kostnaden eller gevinsten av utelukkelser over tid er et empirisk spørsmål som avhenger av hvilke selskaper som utelukkes og hvordan de utvikler seg.

For å måle den historiske avkastningseffekten av utelukkelsene sammenlikner vi fondets referanseindeks for aksjer med en tenkt indeks der de utelukkede selskapene fortsatt inngår. Ved utgangen av 2025 ville 155 av de 180 utelukkede selskapene vært del av referanseindeksen for aksjer, med en samlet markedsverdi på om lag 490 milliarder kroner. Dette utgjør i overkant av 3 prosent av aksjeindeksen. De resterende selskapene blant de 180 som er utelukket, har gått ut av referanseindeksen av andre årsaker.[15]

Som andel av referanseindeksen utgjør de utelukkede selskapene en ikke uvesentlig størrelse. For å illustrere dette kan vi sammenlikne markedsverdien av de utelukkede selskapene med ulike aksjemarkeder, se figur 18.1. USA er det klart største aksjemarkedet i verden og utgjør alene i overkant av 54 prosent av referanseindeksen for fondet. Japan er det nest største markedet. Markedsverdien av de utelukkede selskapene tilsvarer en større andel av referanseindeksen enn markedsverdien av alle selskapene både i Tyskland og Frankrike.

[15] Selskapene kan ha fusjonert med andre selskaper, blitt tatt av børs eller blitt for små til å inngå i indeksen, eller de kan av andre grunner ha opphørt å eksistere eller ikke lenger oppfylle kravene til inkludering i indeksen.

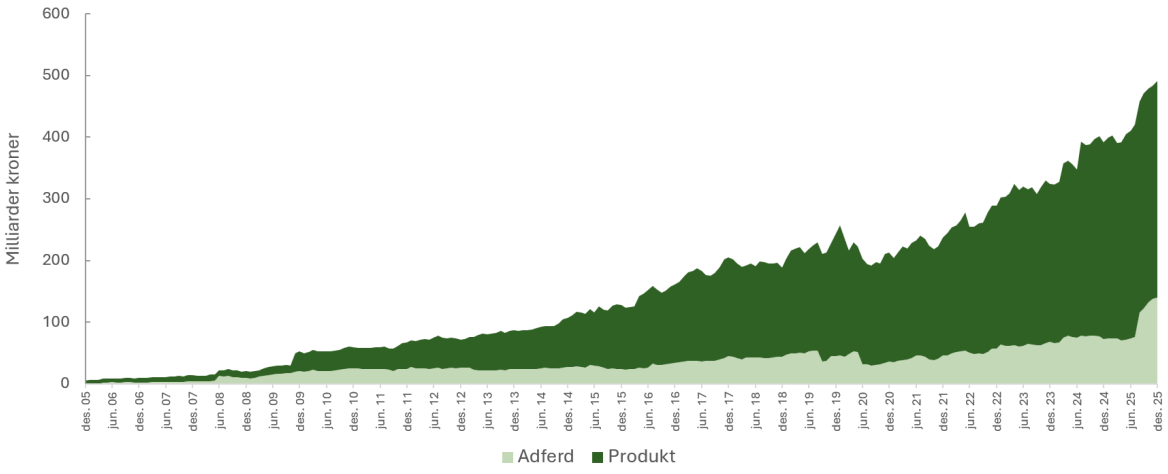


Figur 18.1 Andel av aksjeindeksen ved utgangen av 2025, prosent

Data per 31. desember 2025.

Kilde: Norges Bank.

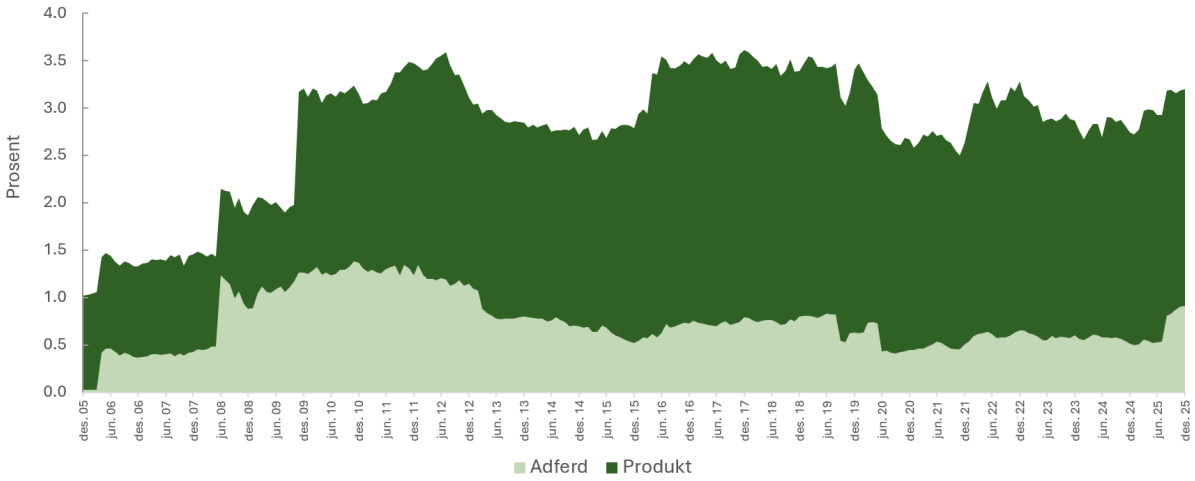
Utviklingen i utelukkelser framgår av figurene 18.2, 18.3 og 18.4. De store økningene i antall utelukkede selskaper ved årsskiftet 2009/2010 og i 2016 henger sammen med innføringen av produktkriteriet for henholdsvis tobakk og kull.



Figur 18.2 Markedsverdien av utelukkede selskaper

Data per 31. desember 2025.

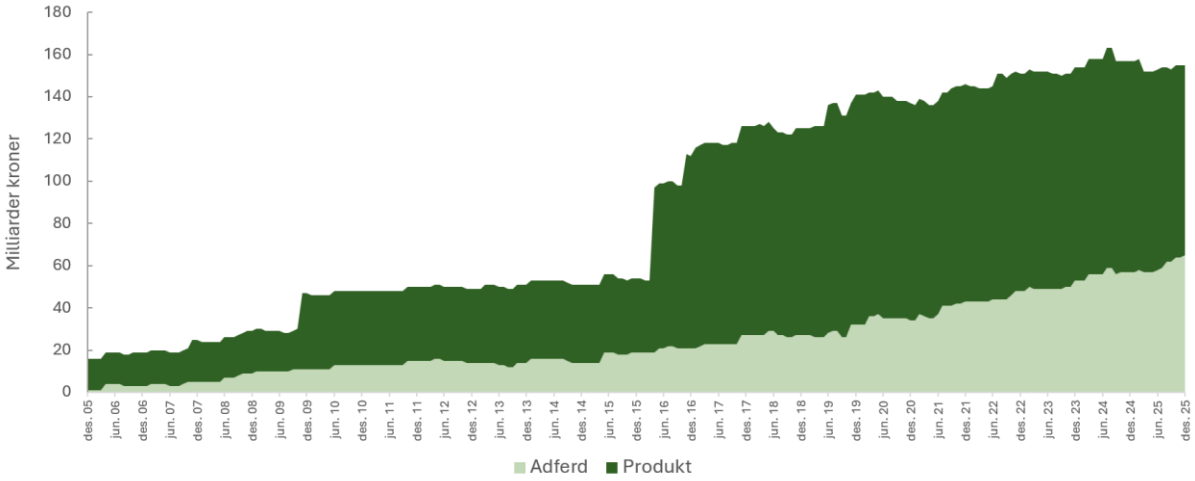
Kilde: Norges Bank.



Figur 18.3 Markedsverdi av utelukkede selskaper som andel av aksjeindeksen

Data per 31. desember 2025.

Kilde: Norges Bank.



Figur 18.4 Antall utelukkede selskaper

Data per 31. desember 2025.

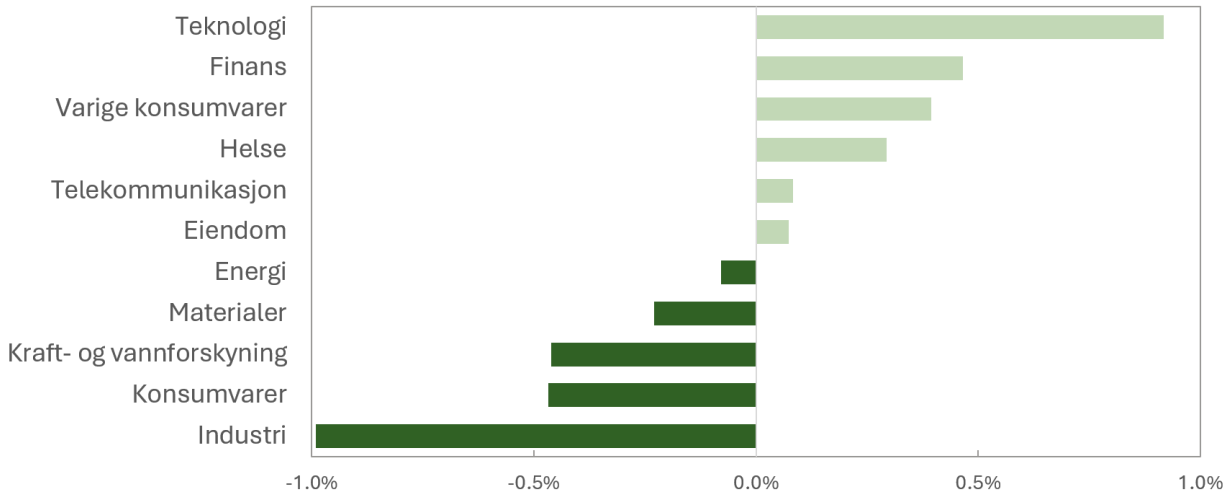
Kilde: Norges Bank.

Utelukkelsene påvirker indeksens sammensetning på to måter: Selskapene forsvinner fra indeksen, og kapitalen som frigjøres, fordeles på de gjenværende selskapene. Dette endrer både sektorsammensetningen og den geografiske fordelingen, se nærmere omtale i avsnitt 18.4.2. De utelukkede selskapene er ikke jevnt fordelt mellom ulike sektorer. Industri, konsumvarer, kraft- og vannforsyning, materialer og energi er overrepresentert blant utelukkelsene. Figur 18.5 og 18.6 viser forskjellen i sektorsammensetning mellom indeksen med og uten utelukkelser.

Også geografisk er utelukkelsene skjevt fordelt. Figur 18.7 og 18.8 viser landavvikene som oppstår som følge av utelukkelsene. De ti største selskapene som er utelukket, er franske,

britiske og amerikanske. Av de utelukkede selskapene er 34 hjemmehørende i USA. Samtidig som amerikanske selskaper har klart størst vekt blant de utelukkede selskapene, er det også i det amerikanske markedet mesteparten av den frigjorte kapitalen blir reinvestert. Referanseindeksen er derfor overvektet i USA sammenliknet med en indeks uten etiske utelukkelser. Av samme grunner oppstår det en overvekt i teknologisektoren, som utgjør en stor andel av den samlede indeksen.

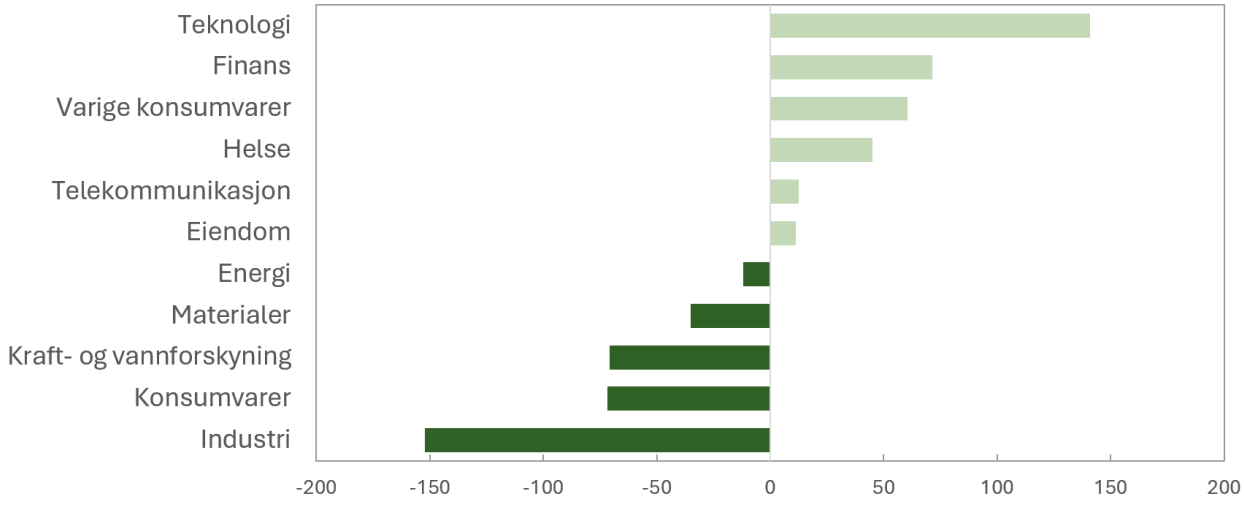
I alt 29 kinesiske selskaper er utelukket fra fondet. Fordi disse gjennomgående er mindre enn de utelukkede selskapene hjemmehørende i OECD-land, gir ikke utelukkelsene store utslag i indeksens andel i Kina.



Figur 18.5 Sektoravvik som følge av faktiske utelukkelser, prosentenheter

Data per 31. desember 2025. Figuren viser forskjellen i sektorvekter mellom fondets faktiske aksjeindeks og en tenkt indeks der de utelukkede selskapene fortsatt inngår. Positive verdier betyr at sektoren har høyere vekt i den faktiske indeksen, fordi kapitalen som frigjøres ved utelukkelser reinvesteres i de gjenværende selskapene. Negative verdier betyr at sektoren er underrepresentert fordi utelukkede selskaper tilhørte den sektoren.

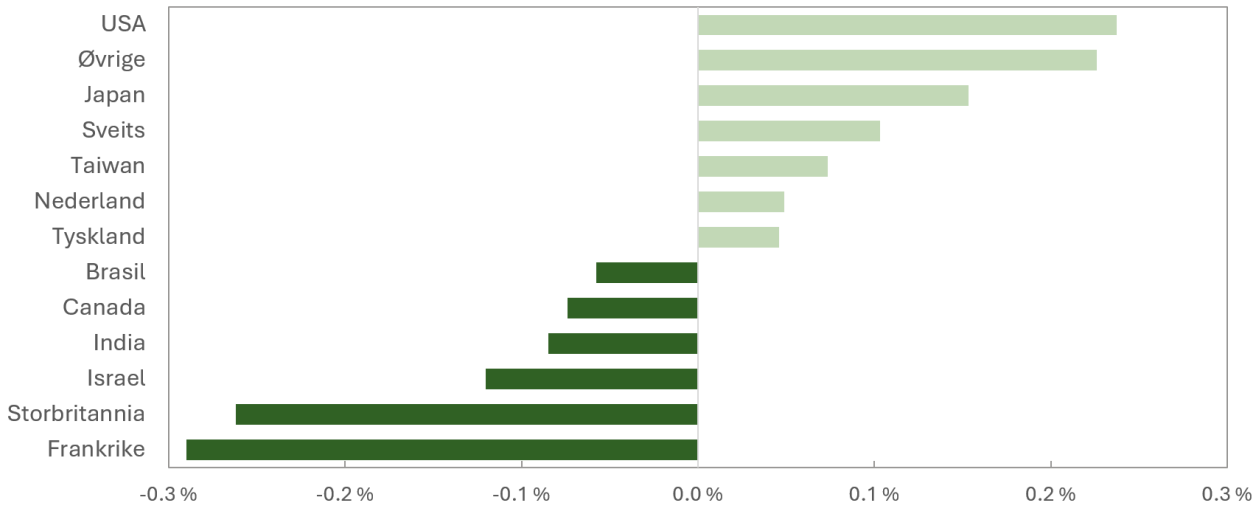
Kilde: Norges Bank.



Figur 18.6 Sektoravvik som følge av faktiske utelukkelser, milliarder kroner

Figuren viser det samme avviket som figur 18.5, men uttrykt i milliarder kroner. Data per 31. desember 2025.

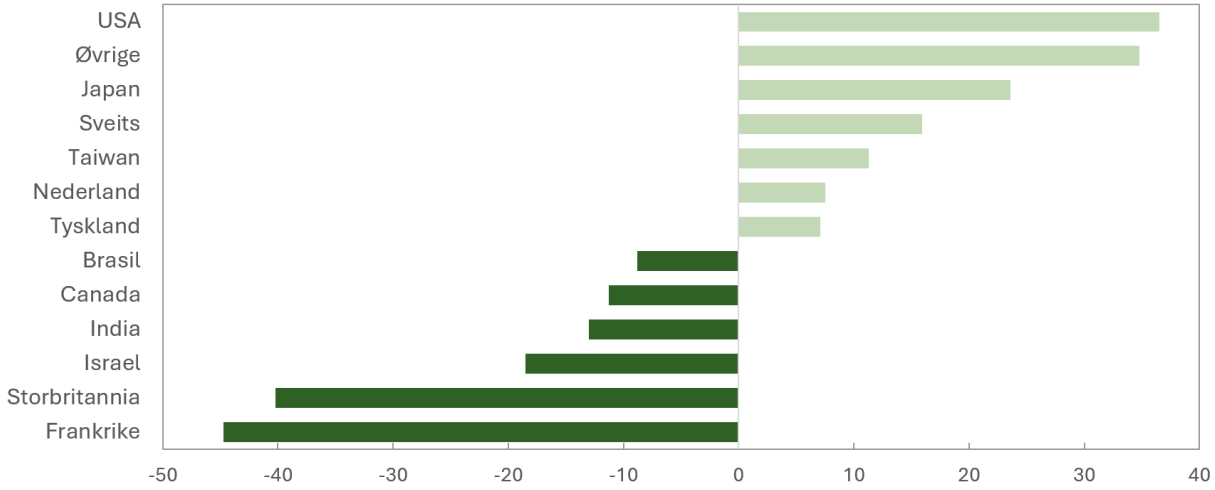
Kilde: Norges Bank.



Figur 18.7 Landavvik som følge av faktiske utelukkelser, prosentenheter

Data per 31. desember 2025. Figuren viser forskjellen i landvekter mellom fondets faktiske aksjeindeks og en tenkt indeks der de utelukkede selskapene fortsatt inngår. Et positivt avvik betyr at landet har høyere vekt i den faktiske indeksen. USA er for eksempel overvektet fordi mesteparten av den frigjorte kapitalen reinvesteres i amerikanske selskaper, som utgjør den største andelen av indeksen. «Øvrige» er de landene i indeksen som ikke er listet opp.

Kilde: Norges Bank.



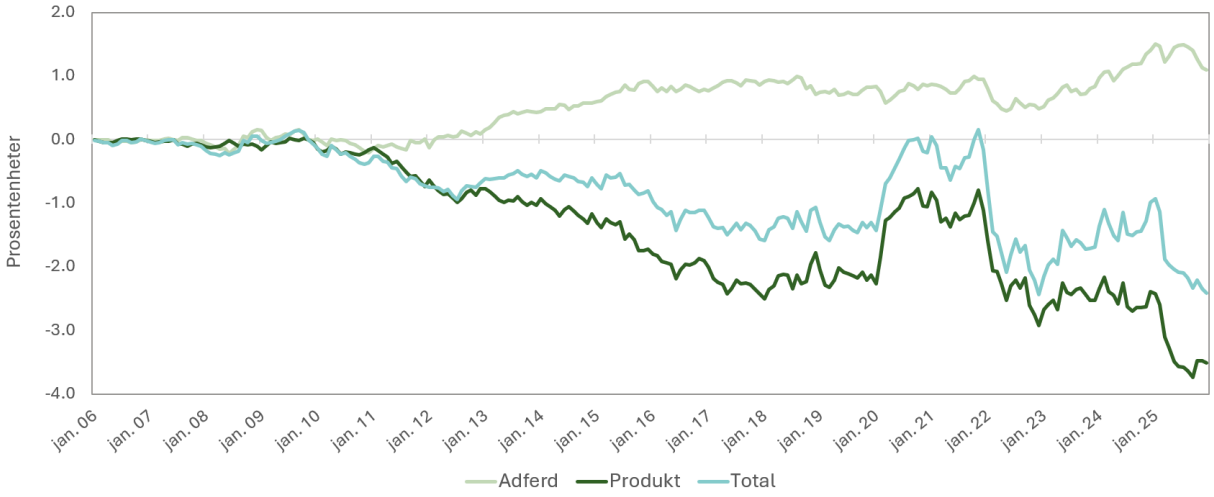
Figur 18.8 Landavvik som følge av faktiske utelukkelser, milliarder kroner

Figuren viser det samme avviket som figur 18.7, men uttrykt i milliarder kroner. Data per 31. desember 2025.

Kilde: Norges Bank.

Over perioden 2006 til 2025 har utelukkelsene ført til en samlet mindreavkastning for referanseindeksen på 2,4 prosentenheter sammenliknet med en indeks uten utelukkelser. Ved utgangen av 2025 tilsvarte dette 7 milliarder kroner.[16] Hvordan utelukkelsene har virket på avkastningen, har variert over tid, jf. figur 18.9 og 18.10. Transaksjonskostnader er ikke inkludert i disse beregningene.

Prosenttall og tall i kroner måler den samme avkastningseffekten, men kan gi ulik fremstilling av resultatene. Prosenttallene vekter alle perioder likt, mens kronetallene avhenger av fondets størrelse på tidspunktet avkastningen oppstod. En utelukkelse som ga stort prosentutslag tidlig i perioden da fondet var vesentlig mindre, kan derfor «veie» lite i kroner. Omvendt kan en utelukkelse med beskjedent prosentbidrag gi store kroneutslag dersom den ble gjennomført i en periode der fondet var større.

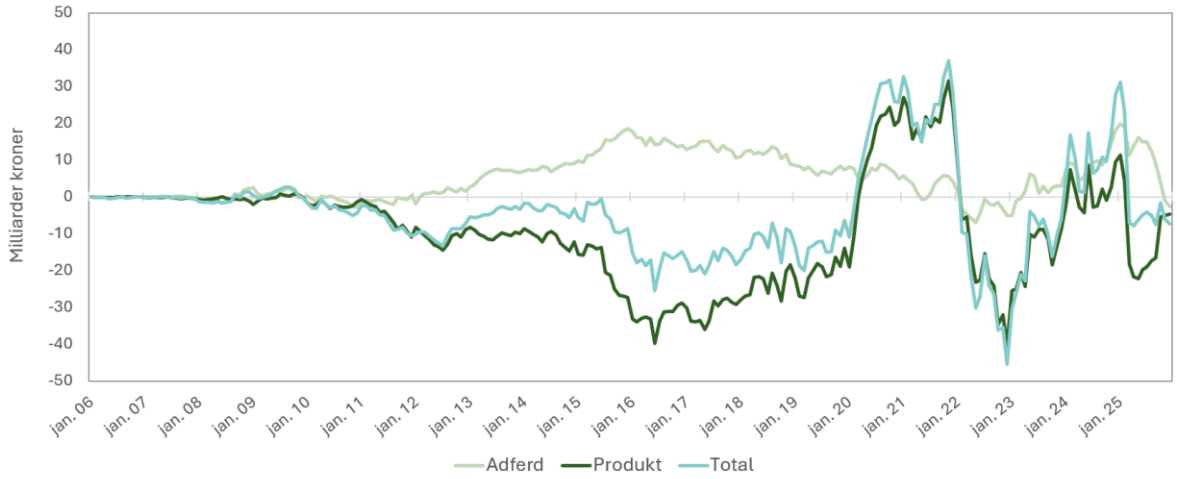


Figur 18.9 Kumulativ virkning på referanseindeksens avkastning av utelukkelser, prosentenheter

Prosentenheter. Data per 31. desember 2025.

Kilde: Norges Bank.

[16] For å beregne den historiske avkastningseffekten lager vi en aksjeindeks der de utelukkede selskapene legges tilbake med de vektene de ville hatt gitt gjeldende indeksregler. Vi beregner så avkastningen av denne indeksen og sammenlikner mot den faktiske indeksen. For å beregne effekten i norske kroner bruker vi markedsverdien av aksjeindeksen (definert som markedsverdien av fondet multiplisert med aksjeandelen i referanseindeksen) ved inngangen til hver måned, for å skalere differanseavkastningen hver måned.



Figur 18.10 Kumulativ virkning på referanseindeksens avkastning av utelukkelser, milliarder kroner

Figuren viser det samme avviket som figur 18.9, men uttrykt i milliarder kroner. Data per 31. desember 2025.

Kilde: Norges Bank.

Tabell 18.1 Virkning av utelukkelser på avkastningen til aksjeindeksen

Kriterium	Antall selskaper	Prosentenheter	
		2025	2006–2025 annualisert
Produktbaserte utelukkelser	**104**	**-0,15**	**-0,04**
Produksjon av særskilte våpentyper	16	-0,06	-0,03
Produksjon av tobakk	19	-0,09	-0,01
Kullgruvedrift eller kullbasert energiproduksjon	65	0,00	0,00
Produksjon av cannabis	4	0,00	0,00
Adferdsbaserte utelukkelser	**76**	**-0,18**	**0,01**
Brudd på menneskerettigheter	10	-0,01	0,00
Alvorlige krenkelser av individers rettigheter i krig eller konfliktsituasjoner	21	-0,07	0,00
Alvorlig miljøskade	28	-0,09	0,02
Utslipp av klimagasser	4	0,00	0,00
Grov korrupsjon	4	0,00	0,00
Andre særlig grove brudd på grunnleggende etiske normer	3	-0,01	0,00

Kriterium	Antall selskaper	Prosentenheter	
		2025	2006–2025 annualisert
Alvorlig miljøskade og brudd på menneskerettigheter	3	0,00	0,00
Salg av våpen til stater i væpnede konflikter som benytter våpnene på måter som utgjør alvorlige og systematiske brudd på folkerettens regler for stridighetene	2	0,00	0,00
Salg av våpen eller militært materiell til stater som er omfattet av ordningen for statsobligasjonsunntak som omtalt i forvaltningsmandatet for SPU	1	0,00	0,00
Totalt	**180**	**-0,32**	**-0,03**

Mindreavkastningen kan i all hovedsak tilskrives de produktbaserte utelukkelsene. De produktbaserte utelukkelsene har redusert avkastningen til referanseindeksen for aksjer med 0,04 prosentenheter årlig. Det er særlig utelukkelsen av våpenprodusenter som har redusert avkastningen, men utelukkelsene av tobakkselskaper har også bidratt.

Virkningen på avkastningen til referanseindeksen av de adferdsbaserte utelukkelsene har derimot vært positiv i perioden. De adferdsbaserte utelukkelsene økte avkastningen til referanseindeksen for aksjer med 0,01 prosentenhet årlig. Det er særlig utelukkelsene av selskaper som følge av alvorlig miljøskade som har bidratt positivt.

Resultatene siden 2006 er ikke nødvendigvis representative for virkningen av framtidige utelukkelser. For å vurdere de framtidige finansielle konsekvensene av utelukkelser er det forventet avkastning som er relevant, ikke de historiske resultatene. Som diskutert over, kan utelukkelser som er tilstrekkelig omfattende i teorien presse prisene ned og øke forventet avkastning for de utelukkede aksjene. Akademisk forskning tyder på at en slik virkning kan påvises for sektorer med omfattende og langvarige utelukkelser, som tobakk.

Beregningene av virkningen av utelukkelsene vist til over tar hensyn til når hver utelukkelse ble gjennomført. Fordi flere selskaper og dermed en høyere samlet markedsverdi er utelukket nå enn tidligere, må vi forvente at utelukkelsene framover kan få større virkning og føre til større svingninger i avkastningen enn det som har vært tilfelle historisk. Svingningene kan uttrykkes ved det statistiske målet relativ volatilitet. Relativ volatilitet er et mål på hvor mye avkastningen til referanseindeksen med utelukkelser kan forventes å avvike fra avkastningen til en indeks uten utelukkelser. Jo høyere verdi, desto større kan avviket forventes å bli. For perioden 2006 til 2025 har den relative volatiliteten som følger av utelukkelsene vært 0,23 prosent av aksjedelen. Avviket har økt gjennom perioden: 2006–2012: 0,19 prosent, 2013–2019: 0,21 prosent og 2020–2025: 0,29 prosent. Siden tallene er målt som andel av

aksjedelen, viser de at avviket har vokst også i forhold til størrelsen på fondet, og ikke bare i kroner.

For dagens portefølje av utelukkede selskaper anslår standard risikomodeller en relativ volatilitet på om lag 0,25 prosent av aksjedelen. Det svarer til at tap eller gevinst fra utelukkelsene i ett av tre år kan bli større enn om lag 38 milliarder kroner. Til sammenlikning har Norges Banks aktive forvaltning av aksjedelen hatt en relativ volatilitet på om lag 0,24 prosent de siste tre årene.[17] Avviket fra de etiske utelukkelsene er dermed nå i samme størrelsesorden som den relative volatiliteten i hele den aktive forvaltningen av aksjedelen. Utelukkelsene har i tillegg bidratt til at den absolutte volatiliteten i aksjeindeksen har økt noe, fra 14,03 prosent til 14,18 prosent ved utgangen av 2025. Her har vi benyttet en risikomodell til å anslå forventet absolutt volatilitet i aksjeindeksen for et fond med og uten de etiske utelukkelsene.

18.4.1 Nærmere om reinvestering

I forvaltningen av SPU fjernes utelukkede selskaper fra referanseindeksen som forvaltningen måles mot. Kapitalen som frigjøres fra utelukkelsene, fordeles som nevnt på alle de gjenværende selskapene i indeksen. Dette er et enkelt prinsipp for reinvestering som bidrar til transparens om de finansielle konsekvensene. Metoden gir ikke behov for særskilte bestemmelser om hvordan den frigjorte kapitalen skal plasseres, fordi omfordelingen skjer mekanisk og proporsjonalt over hele den gjenværende indeksen.

Det er mulig å reinvestere den frigjorte kapitalen på andre måter enn å fordele den over hele indeksen. Midlene kan for eksempel reinvesteres i samme land eller sektor som de utelukkede selskapene, eller det kan lages regler som baseres på skjønn. Felles for andre prinsipper for reinvestering enn å fordele kapitalen over hele indeksen er at de introduserer andre problemstillinger.

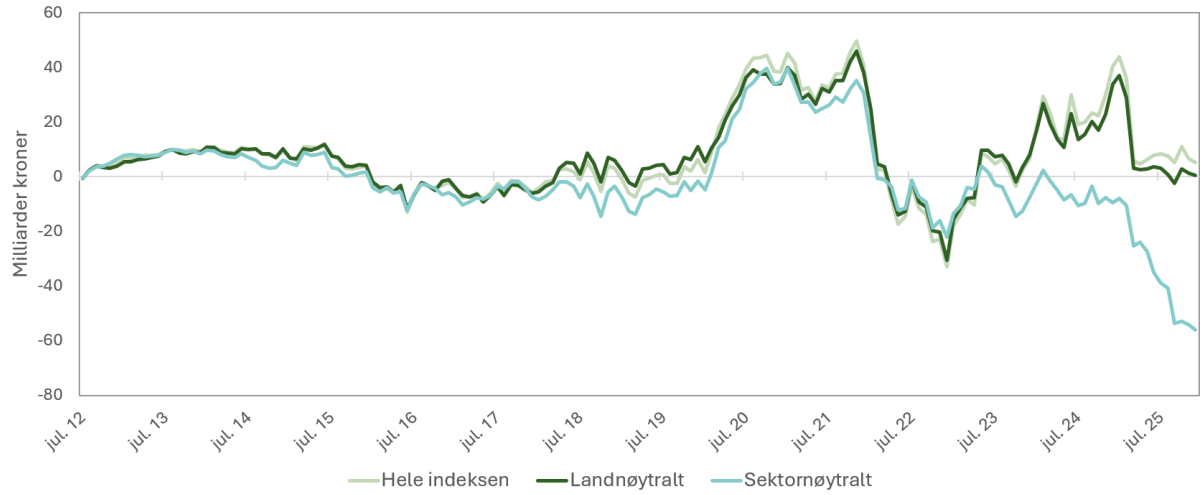
I markeder og sektorer preget av høy konsentrasjon og/eller lav likviditet kan det for et stort fond være krevende å reinvestere på en land- eller sektornøytral måte. Det kan særlig gjelde i framvoksende markeder. Referanseindeksen må endres hyppigere og i større grad enn i dag skreddersys. Det må løpende tas stilling til hvilke land, sektorer og selskaper kapitalen skal flyttes til der markedspriser og likviditet spiller inn. Dette er vurderinger som krever markedsnærhet. Da oppstår spørsmålet om hvem som har mandat til slike beslutninger, og grensen mellom etikkmotiverte utelukkelser og aktiv forvaltning kan framstå som uklar. I dag er det Finansdepartementet som fastsetter referanseindeksen for fondet.

Reinvestering basert på skjønn forutsetter at det finnes relativt like selskaper å bytte til fordi det gir en høy grad av samvariasjon. Utviklingen i aksjemarkedet har gått mot større konsentrasjon, mot at verdiskapingen samles i færre selskaper og mot at de største selskapene skiller seg mer fra resten enn før. Likhet i bransje og størrelse betyr ikke uten videre likhet i

[17] Med aktiv forvaltning av aksjedelen menes de investeringsvalgene Norges Bank gjør som avviker fra referanseindeksen fastsatt av Finansdepartementet. Dette omfatter blant annet valg av enkeltverdipapirer og handel i forbindelse med endringer i indeksen. Relativ volatilitet måler hvor mye avkastningen på den faktiske porteføljen svinger i forhold til referanseindeksen, og er et vanlig mål på omfanget av den aktive forvaltningen.

avkastning. Dette har gjort det mer utfordrende å finne gode reinvesteringsmuligheter basert på skreddersydde løsninger.

Figur 18.11 viser konsekvenser av å reinvestere den frigjorte kapitalen i det enkelte land eller i den sektoren på tvers av land som de utelukkede selskapene tilhører.[18]



Figur 18.11 Effekt på avkastning av ulike reinvesteringsprinsipper

Milliarder kroner. Data per 31. desember 2025.

Kilde: Norges Bank.

Et hovedfunn fra denne analysen er at en sektornøytral reinvestering de senere årene ville gitt vesentlig dårligere resultater enn å fordele kapitalen over hele indeksen. Dette henger sammen med den sterke utviklingen i teknologisektoren i denne perioden.

Også den relative volatiliteten avhenger av reinvesteringsprinsippet. For dagens utelukkelser gir reinvestering fordelt over hele indeksen, som er prinsippet fondet følger i dag, en relativ volatilitet på om lag 0,25 prosent av aksjedelen sammenliknet med en indeks uten utelukkelser, jf. ovenfor. Landnøytral reinvestering gir om lag 0,22 prosent, og sektornøytral reinvestering om lag 0,15 prosent. Dagens prinsipp om reinvestering fordelt over hele indeksen gir dermed et noe større avvik enn de to andre.

Denne indikatoren har begrensninger, se boks 18.2. Relativ volatilitet beskriver variasjonen fra år til år og bygger på historiske aksjekurser. Fondet har en svært lang investeringshorisont. Et kortsiktig måltall kan vanskelig fange opp den langsiktige kursutviklingen for selskapene som er utelukket.

[18] Beregningen tar utgangspunkt i 2012, da aksjeindeksen for fondet ble lagt om. Indeksdata for den nåværende referanseindeksen er derfor ikke tilgjengelig før dette tidspunktet. Resultatene av denne analysen er derfor heller ikke direkte sammenliknbare med resultatene over, som tar utgangspunkt i 2006.

Boks 18.2 Nærmere om svakhetene ved relativ volatilitet som eneste mål

Relativ volatilitet er et statistisk mål på hvor mye avkastningen til to porteføljer beveger seg fra hverandre over tid. Relativ volatilitet sier ikke hvor ulike de to porteføljene er i sammensetning, men hvor mye forskjellen i avkastning mellom dem svinger. Jo mer denne forskjellen varierer fra periode til periode, jo høyere er den relative volatiliteten. Tallet oppgis som et årlig standardavvik i prosentenheter. Et standardavvik på én prosentenhet betyr at avkastningen i om lag to av tre år kan forventes å avvike med inntil én prosentenhet fra forventet avkastning.

Målet beregnes ut fra hvordan avkastningen på de to porteføljene har svingt og fulgt hverandre et stykke tilbake i tid. For SPU baseres beregningen ofte på tre år. Så forutsettes det at det samme mønsteret vil fortsette framover. Tallet er dermed et anslag på framtiden basert på et utsnitt av den nære fortid. Det betyr samtidig at et slikt mål sier lite om risikoen de neste 10 til 20 årene. Hvor mye ulike markeder vil svinge og hvor likt de vil bevege seg, vil kunne endre seg betydelig over tid.

Målet for relativ volatilitet er minst «pålitelig» i urolige tider, nettopp når det trengs mest. Det fanger de vanlige svingningene, men ikke de sjeldne, store tapene eller gevinstene. Og fordi hele risikoen samles i ett tall, gir det lett et inntrykk av en presisjon det ikke har.

Finanskrisen i 2008 viste dette i praksis. Mange fond og banker hadde målt risikoen med ett enkelt risikotall basert på historiske sammenhenger. Mange ble derfor overrasket da krisen kom. Også SPU fikk en mindreavkastning på 3,4 prosentenheter sammenliknet med referanseindeksen, et langt større avvik enn modellen for relativ volatilitet tilsa.

Svakhetene med relativ volatilitet blir større dersom fondet utelukker flere store enkeltselskaper. Når utelukkelsene er mange og små og spredt på ulike bransjer og land, jevner forskjellene seg delvis ut på kort sikt. Relativ volatilitet er da et rimelig stabilt mål på kort sikt. Når noen få store selskaper tas ut, er forskjellen mellom de to porteføljene avhengig av utviklingen til en håndfull enkeltselskaper. Da blir tallet både høyere og mindre stabilt fordi ett enkelt selskap kan gi store utslag. Utslag fra enkeltselskaper er det som er vanskeligst å anslå fra et historisk mønster. De faktiske utelukkelsene på om lag 180 selskaper til nå har gitt en samlet mindreavkastning på 2,4 prosentenheter, eller om lag 7 milliarder kroner siden 2006. Virkningen varierer mellom ulike perioder.

Stortinget vedtok i november i fjor at fondet skal være et «*bredt diversifisert, globalt fond*», jf. kapittel 2. Ved å spre investeringene kan risikoen reduseres og fondet bli mindre sårbart for hendelser i enkeltselskaper, sektorer, land og regioner.

Hvor spredt fondets investeringer er, bestemmes først og fremst av referanseindeksen som Finansdepartementet fastsetter. Norges Bank kan avvike fra denne i bare begrenset grad i den aktive forvaltningen. Grensen for avvik er satt til 1,25 prosentenheter relativ volatilitet.

Når banken beslutter etisk begrunnede utelukkelser, vil fondets investeringsunivers og referanseindeks snevres noe inn. Det samme vil graden av diversifisering. Både antallet

selskaper og størrelsen på selskapene vil her ha betydning. Det finnes ingen enkel terskelverdi som definerer når et fond er bredt diversifisert og ikke. Det er heller ikke tilstrekkelig å bare basere seg på relativ volatilitet som indikator, jf. boks 18.2. En slik vurdering bør bygge på flere ulike indikatorer og bruk av skjønn.

18.5 Scenarioanalyse: utelukkelse av store selskaper

Finansministeren viste i sin redegjørelse for Stortinget 23. oktober 2025 blant annet til at mer krig og uro gjør at flere selskaper kan medvirke til staters brudd på folkeretten. Skillet mellom militær og sivil teknologi viskes ut, og «*kunstig intelligens, romteknologi og dataanalyse er sentralt i moderne krigføring, slik det er i samfunnet for øvrig. Store selskaper som leverer produkter som er avgjørende for en lang rekke sivile formål, som dataprogrammer og tjenester vi alle bruker hver dag, leverer også produkter som brukes i våpensystemer, for eksempel skyløsninger. Det blir stadig vanskeligere å trekke en klar grense for når selskaper medvirker til grove, etiske normbrudd.*»[19]

Finansministeren viste videre til at sivilsamfunnet og andre aktører har utarbeidet lister med «*et stort antall selskaper som hevdes å ha medvirket til Israels ulovlige okkupasjon og krigføringen i Gaza*». For eksempel peker FNs spesialrapportør for de okkuperte palestinske områdene på noen av verdens største selskaper, som Microsoft, Alphabet og Amazon, i sin rapport. Finansministeren pekte på at «*dersom pensjonsfondet ikke kan investere i slike virksomheter, vil det kunne endre fondets grunnleggende egenskaper. Et fond som ikke kan være investert i verdens største selskaper, kan vanskelig forbli et globalt indeksfond. Det vil kunne øke risikoen eller redusere den forventede avkastningen.*»[20]

18.5.1 Utelukkelse av store enkeltselskaper

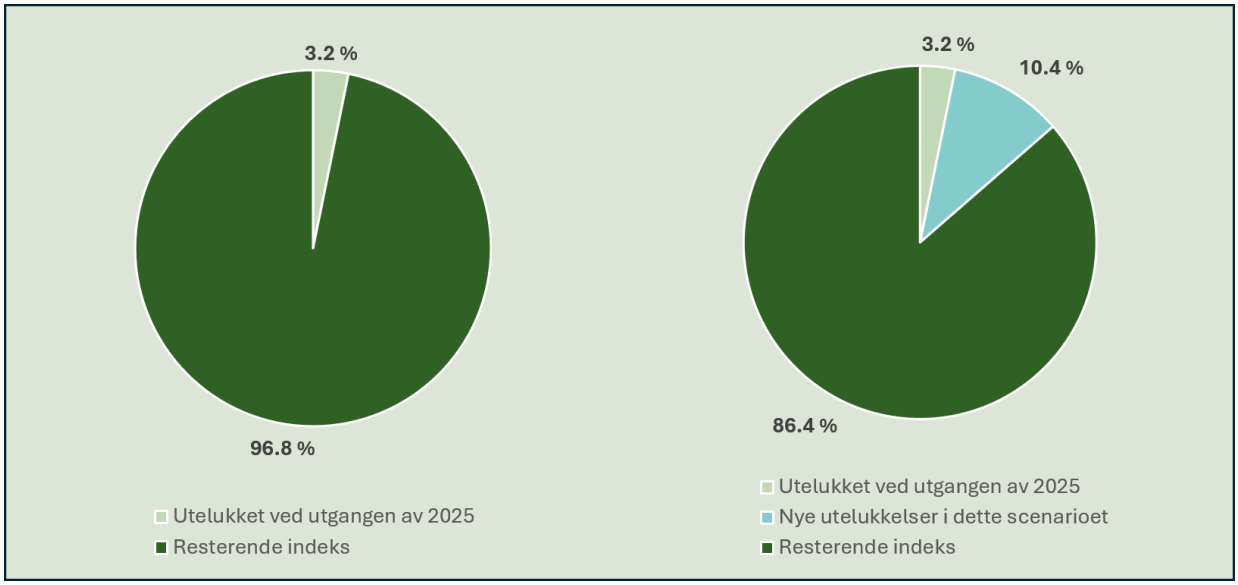
For et fond som eier mange tusen selskaper, vil virkningen av å fjerne noen få selskaper normalt være liten. Noen utelukkede selskaper gjør det dårlig, andre gjør det godt, og utslagene vil kunne motvirke hverandre over tid. Denne antakelsen forutsetter at de utelukkede selskapene er relativt små, forblir små og at ingen enkeltselskaper dominerer. For store selskaper holder ikke denne forutsetningen. Å utelukke slike selskap er ikke sammenliknbart med å fjerne et lite selskap som heller ikke vokser mye over tid. Dette bekreftes av scenarioanalysen i dette kapittelet som viser at å utelukke store selskaper i store sektorer kan gi betydelige utslag. Se likevel omtalen nedenfor av hvor få selskaper som over tid øker vesentlig i verdi i aksjemarkedet.

De siste tiårene i aksjemarkedet har vært spesielle ved at en liten gruppe selskaper har blitt svært store og dermed fått en dominerende plass i globale indekser. Dette avsnittet drøfter hvilken effekt det ville hatt på historisk avkastning dersom noen av de største enkeltaksjene

[19] Stortinget. (2025). Finansministerens redegjørelse om Statens pensjonsfond utlands investeringer i israelske selskaper, 23. oktober 2025.

[20] Stortinget. (2025). Finansministerens redegjørelse om Statens pensjonsfond utlands investeringer i israelske selskaper, 23. oktober 2025.

hadde vært utelukket. De fire selskapene som er analysert, er blant verdens mest verdifulle selskaper og utgjør til sammen en betydelig andel av en global aksjeindeks.[21] De fire selskapene inngår alle på minst én av listene som ulike organisasjoner lager over selskaper de mener bidrar til ulovlig okkupasjon og krigføring.



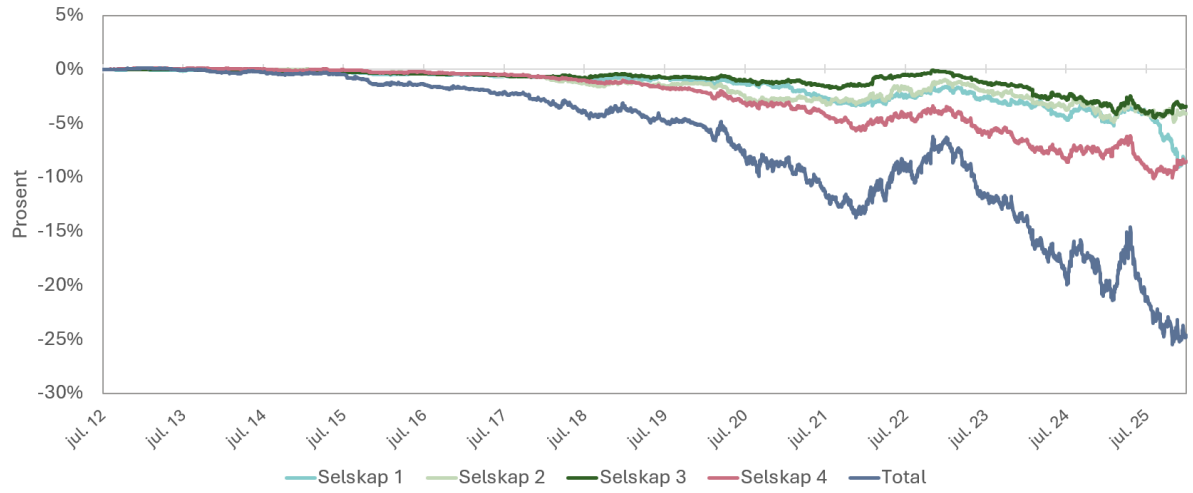
Figur 18.12 Andel av aksjeindeksen som faktisk er utelukket ved utgangen av 2025 (venstre) og som er utelukket i dette scenarioet (høyre)

Kilde: Norges Bank.

I analysen sammenliknes en indeks uten disse fire selskapene med aksjedelen i dagens referanseindeks for fondet for perioden 2012–2025. Verdiene til de fire selskapene økte mye i disse årene. En annen analyseperiode ville gitt et annet bilde.

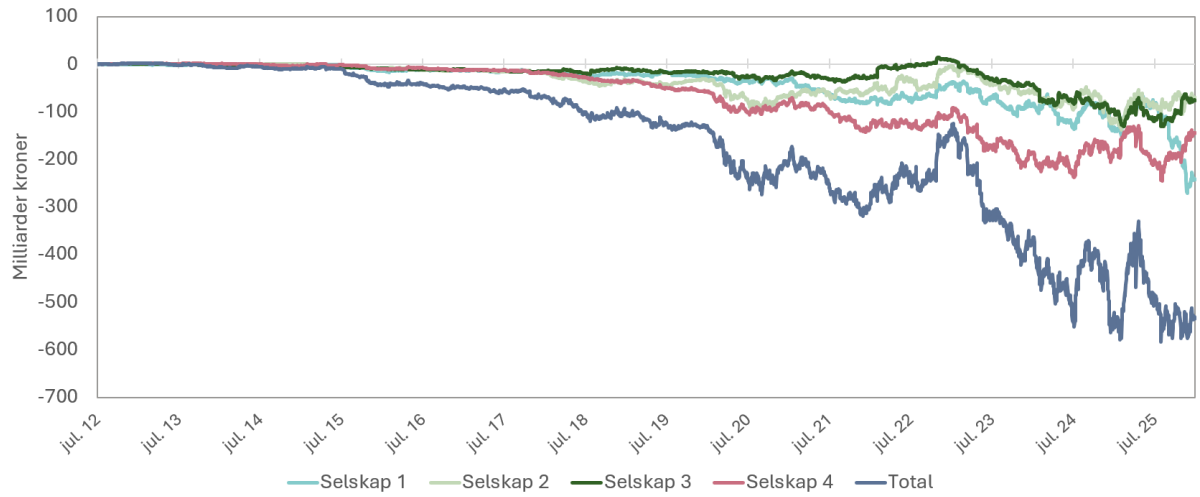
De fire selskapene er i dag blant verdens største. Vi vet med andre ord på forhånd at de har hatt en sterk verdistigning. Analysen viser derfor hva det ville kostet å utelukke selskaper vi i ettertid vet ble vinnere.

[21] Alphabet, Amazon, Meta og Microsoft.



Figur 18.13 Virkning på avkastning ved å utelukke de fire selskapene, prosentenheter

Kilde: Norges Bank.



Figur 18.14 Virkning på avkastning ved å utelukke de fire selskapene, milliarder kroner

Kilde: Norges Bank.

Over perioden 2012–2025 ville en utelukkelse av Selskap 1 alene gitt en kumulativ mindreavkastning på over 240 milliarder kroner. Utelukkelse av Selskap 4 ville også gitt en betydelig mindreavkastning. Samlet mindreavkastning dersom alle de fire selskapene ble utelukket i 2012, ville vært i overkant av 24 prosentenheter, tilsvarende 533 milliarder kroner.

Hvilke selskaper som blir vinnere, er ikke mulig å vite på forhånd. Avkastningen på enkeltaksjer har en skjev fordeling målt over lange perioder. Bessembinder, Chen, Choi og Wei (2023) finner at de fleste aksjer gir lavere avkastning enn risikofri rente. Et lite mindretall står for hele verdiskapingen i markedet. Et innsnevret investeringsunivers øker dermed sannsynligheten for at fondet ikke eier de få selskapene som skaper mest verdi.

Skjevheten er dessuten blitt sterkere over tid. Bessembinder (2018, 2026) måler verdiskapingen i det amerikanske aksjemarkedet siden 1926. Målt fram til 2016 sto 89 selskaper for halvparten av verdiskapingen. Målt fram til 2025 sto 46 selskaper for det samme. Bessembinder (2018) finner også at andelen aksjer som gir lavere avkastning enn risikofri rente, er høyere for selskaper som ble notert i de siste tiårene enn for selskaper som ble notert tidligere. Verdiene kan i tillegg flytte seg raskt. Teknologiselskaper har beveget seg særlig mye i nyere tid. Samsung Electronics, et selskap som har vært i fondets indeks i lang tid, har for eksempel hatt en verdiøkning fra rundt 240 milliarder dollar til rundt 1 490 milliarder dollar fra starten av 2025 til midten av 2026. Selskapet var stort fra før, men ble mye større i løpet av kort tid. Et annet selskap, Palantir, var verdt om lag 13 milliarder dollar ved utgangen av 2022. Tre år senere var selskapet verdt om lag 420 milliarder. Et historisk eksempel er teknologiselskapet Nokia, som gikk fra å ha en markedsverdi på rundt 20 milliarder euro til over 200 milliarder euro fra 1998 til 2000, for deretter å falle til rundt 25 milliarder euro i 2002.

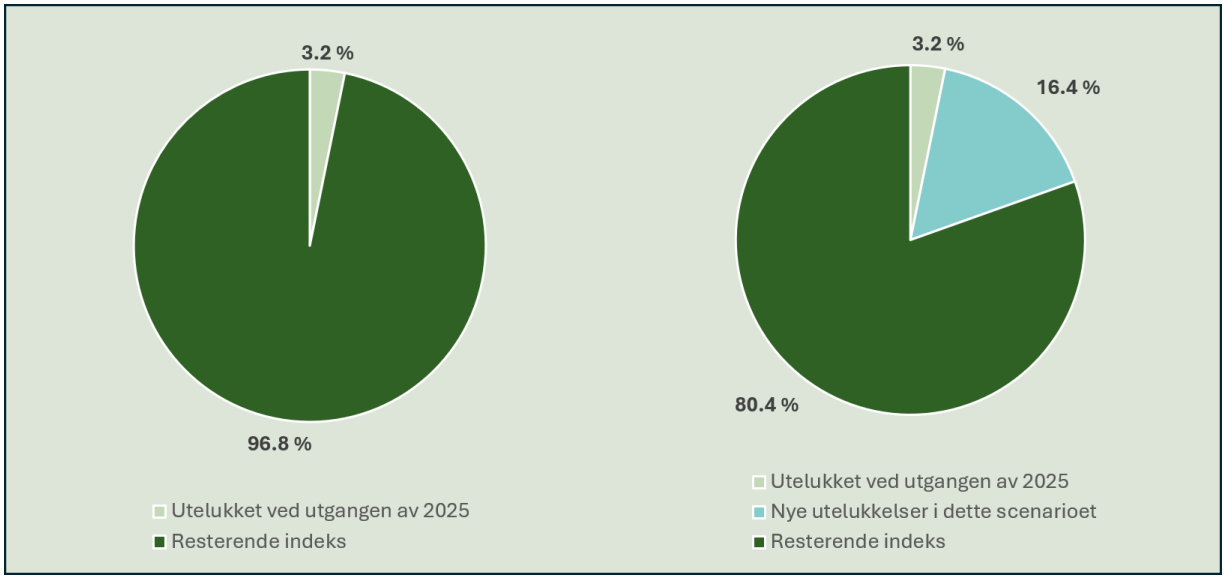
For de fire selskapene i figuren kan utviklingen også uttrykkes som avvik fra referanseindeksen for aksjer målt ved relativ volatilitet. Ved slutten av 2019 ville relativ volatilitet vært målt til mellom 0,15 og 0,20 prosent. Ved slutten av 2025 hadde tilsvarende måling gitt tall mellom 0,40 og 0,85 prosent for de fire selskapene. Dette kan sammenlignes med hele Norges Banks aktive forvaltning av aksjedelen, som har hatt en relativ volatilitet på om lag 0,24 de siste tre årene.

18.5.2 Utelukkelser basert på selskapslister

I denne scenarioanalysen legger vi til grunn at alle selskaper som står på minst én av fem lister, utelukkes fra fondet. Listene er utarbeidet av sivilsamfunnsorganisasjonene American Friends Service Committee, Don’t Buy Into Occupation og Who Profits, FNs høykommissær for menneskerettigheter og FNs spesialrapportør for menneskerettigheter i de okkuperte palestinske områdene. Til sammen gjelder dette 117 selskaper, hvorav 113 inngikk i referanseindeksen for fondet ved utgangen av 2025. Markedsverdien av disse utgjorde i overkant av 16 prosent av aksjeindeksen. Dette er en teknisk øvelse. Utvalget har ikke tatt stilling til grunnlaget for disse listene.

Selskapene opererer innen flere ulike sektorer og er hjemmehørende i en rekke land, hovedsakelig vestlige. Flere store teknologiselskaper, herunder Alphabet, Amazon, Meta og Microsoft, inngår. Det er begrenset overlapp i hvilke selskap som er med på de ulike listene. Ingen selskaper forekommer på alle de ovennevnte listene. De store amerikanske teknologiselskapene står for en vesentlig andel av verdiene som utelukkes i dette scenarioet. Resultatene overlapper derfor i stor grad med beregningene i det foregående scenarioet basert på fire enkeltselskaper.

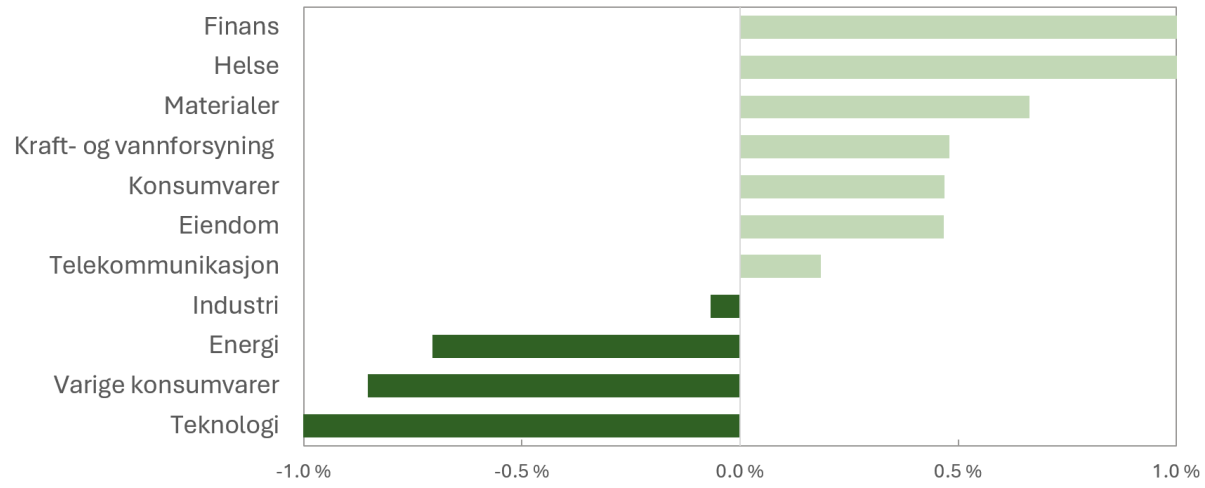
Igjen sammenlikner vi aksjeindeksen ved utgangen av 2025 med en tenkt aksjeindeks der disse selskapene er utelukket. Alle beregninger er gjort med utgangspunkt i tall per utgangen av 2025.



Figur 18.15 Andel av aksjeindeksen som faktisk er utelukket ved utgangen av 2025 (venstre) og som utelukkes i listescenarioet (høyre)

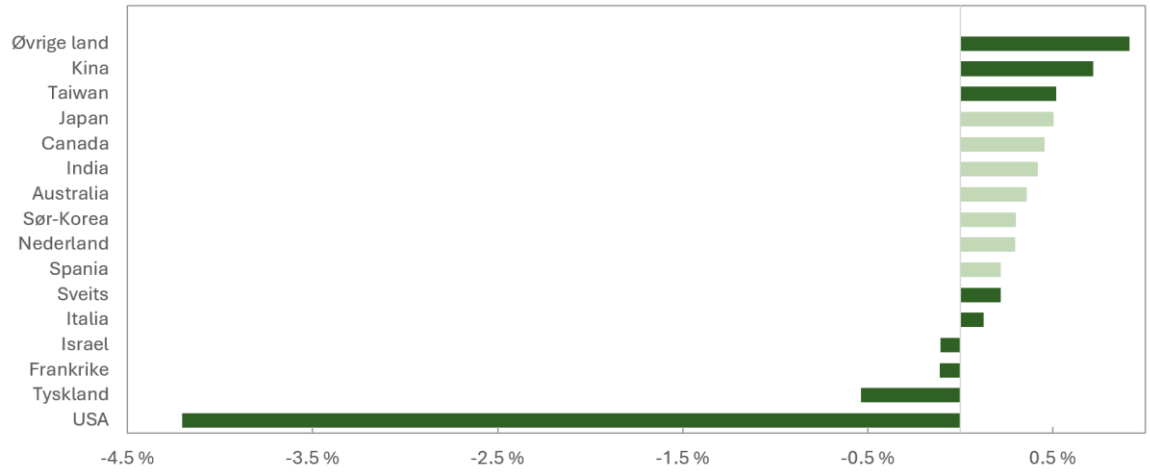
Kilde: Norges Bank.

Som for de historiske utelukkelsene påvirker en hypotetisk utelukkelse av de 113 selskapene aksjeindeksens sammensetning på to måter. Selskapene forsvinner fra indeksen, og kapitalen som frigjøres, fordeles på de gjenværende selskapene. Dermed endres både sektorsammensetningen og den geografiske fordelingen.



Figur 1.16 Sektoravvik, scenarioanalyse basert på selskapslister

Kilde: Norges Bank.



Figur 18.16 Landavvik, scenarioanalyse basert på selskapslister

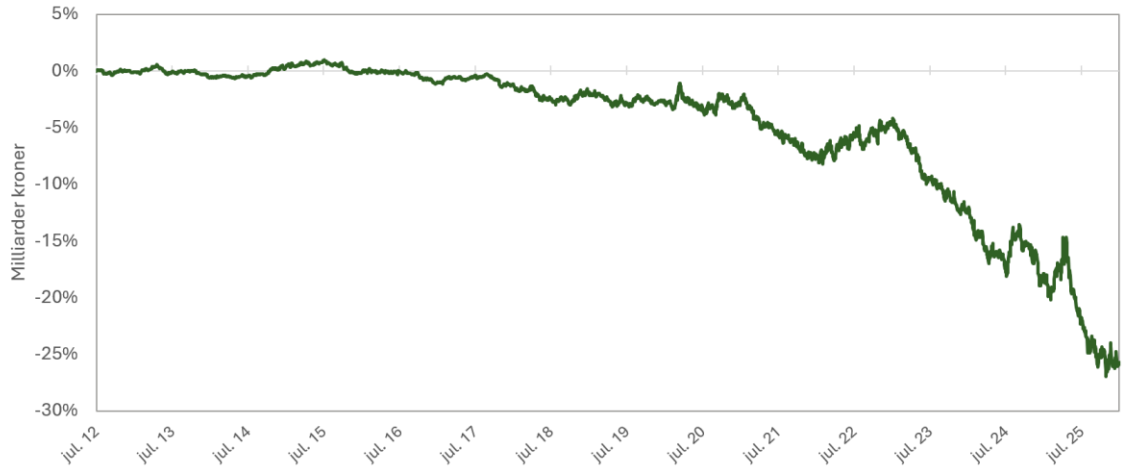
Kilde: Norges Bank.

Å utelukke selskapene fra listene ville ført til en betydelig undervekt i teknologisektoren og en overvekt i finans- og helsesektoren sammenliknet med i dag. For de øvrige sektorene er utslagene mindre, jf. figur 18.16. Fondet ville fått en vesentlig undervekt i USA.

Avviket målt med relativ volatilitet mellom aksjeindeksene med og uten de 113 selskapene er anslagsvis 1,52 prosentenheter. For å sette dette i perspektiv har Finansdepartementet satt en grense på 1,25 prosentenheter for hvor mye bankens aktive forvaltning kan avvike fra referanseindeksen for å skape meravkastning.

Hoveddelen av den beregnede forskjellen i avkastning som utelukkelsene ville gitt opphav til, kommer fra egenskaper ved de spesifikke selskapene som utelukkes. Normalt vil slike selskapsspesifikke svingninger utlikne hverandre i en stor portefølje. Noen selskaper gjør det bedre, andre dårligere, og effektene motvirker hverandre. I dette scenarioet gjelder ikke dette fullt ut fordi noen av de utelukkede selskapene er blant de mest verdifulle i verden, og fordi de historisk har hatt en utvikling som skiller seg fra andre selskaper. Disse selskapenes individuelle utvikling har derfor en uforholdsmessig stor effekt.

Avkastningen i teknologisektoren har de senere årene vært svært sterk. Dersom alle selskapene på listene hadde blitt utelukket i 2012, ville fondet gått glipp av mye av denne oppgangen. Sammenliknet med den faktiske referanseindeksen for aksjer ville en indeks med utelukkelsene i dette scenarioet gitt en mindreavkastning på nær 26 prosentenheter. Dette tilsvarer nesten 680 milliarder kroner.

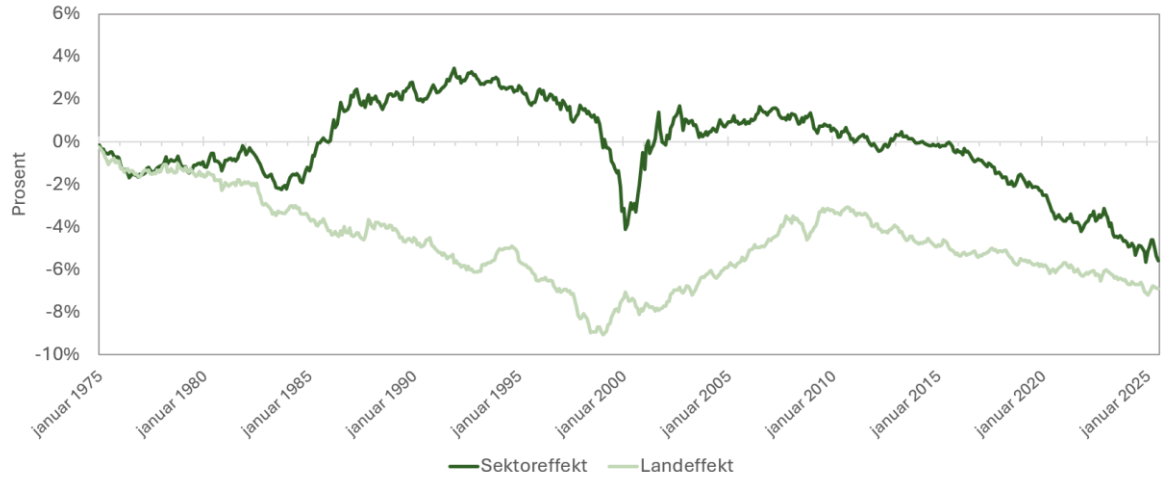


Figur 18.17 Virkning på avkastning ved utelukkelser basert på selskapslister, prosentenheter

Kilde: Norges Bank.

Virkningen av sektor- og landavvikene som disse utelukkelsen ville gitt opphav til, kan også analyseres over en lengre tidsperiode. Over 50 år ville sektoravvikene gitt en kumulativ mindreavkastning på 5,6 prosentenheter og landavvikene 6,9 prosentenheter. Omregnet til årlig gjennomsnittlig avkastning tilsvarer dette henholdsvis -0,09 og -0,15 prosentenheter.

Virkningene ville ha variert over tid, jf. figur 18.19. I perioden 1985–2000 og i etterkant av IT-boblen tidlig på 2000-tallet ville sektoravviket bidratt til høyere avkastning, men dette snudde rundt 2010 som følge av den sterke utviklingen i teknologiaksjer. For landavviket ville virkningen vært negativ gjennom hele perioden. Mindreavkastningen anslås å ville avtatt noe i perioden 2000–2010 da amerikanske aksjer utviklet seg svakere enn i resten av verden.



Figur 18.18 Kumulativ avkastningseffekt 1975–2025, sektor- og landavvik, scenario basert på selskapslister

Kilde: Norges Bank.

19 Selskapsrettslige rammer for forvaltningen av SPU

19.1 Innledning

Dette kapittelet omhandler hvilke rettigheter og plikter som ligger til en eier og forvalter av et fond som SPU. Omtalen er avgrenset til Norges Bank som minoritetseier i børsnoterte selskaper. Fondets investeringer i unotert eiendom eller infrastruktur for fornybar energi er kort omtalt i avsnitt 19.5. Norges Banks rettigheter som obligasjonseier reguleres gjennom låneavtalen med utsteder og ikke gjennom selskapsretten. Det omtales ikke i dette kapittelet.

SPU er investert i over 7 200 børsnoterte selskaper i de fleste bransjer i rundt 70 land. I gjennomsnitt eier Norges Bank gjennom forvaltningen av SPU om lag 1,5 prosent av aksjene i hvert selskap globalt, og 2,5 prosent i Europa. Mandatet fra Finansdepartementet begrenser Norges Banks eierandel i enkeltselskaper til ti prosent.

Eiendomsselskaper og unoterte infrastrukturselskaper er unntatt fra eierandelsbegrensningen på ti prosent. For slike investeringer kan fondet derfor ha høyere eierandeler, for enkelte prosjekter også 100 prosent eierandel.[1]

SPUs aksjeinvesteringer er i all hovedsak i noterte markeder der Norges Bank er minoritetseier i enkeltselskaper uten kontroll over selskapenes beslutninger.

Investeringene i unoterte realaktiva eies gjennom datterselskaper av Norges Bank. Eierstrukturen sikter mot å begrense Norges Banks ansvar til den forpliktede kapitalen.

I tillegg er fondet investert i rentepapirer, både statsobligasjoner og selskapsobligasjoner.

Nedenfor omtales noen sentrale selskapsrettslige og tilstøtende rettslige rammer for rettigheter og plikter for Norges Bank som eier og forvalter av SPU.

19.2 Regulering av Norges Bank som minoritetsaksjonær i forvaltningen av SPU

19.2.1 Generelt om regulering av minoritetsaksjonærer

Rollen som minoritetseier i enkeltselskaper gir Norges Bank, gjennom SPU, visse juridiske rettigheter og plikter.[2] Norges Banks rettigheter og plikter følger av lokal lovgivning i markedene fondet er investert i. Hvilke rettigheter og plikter en minoritetseier har, varierer. Generelt har en minoritetseier bare begrenset påvirkning på selskapets virksomhet.

Norges Bank sprer investeringene i tråd med referanseindekser fastsatt av Finansdepartementet. Departementet baserer referanseindeksene på globale markedsindekser

[1] Hovedstyret fastsetter utfyllende risikorammer og begrensninger for unoterte investeringer i eiendom og infrastruktur. Hovedstyret har blant annet fastsatt nærmere eierandelsbegrensninger for ulike typer investeringer.

[2] Rettigheter og plikter tilligger formelt Norges Bank og ikke fondet.

fra anerkjente indeksleverandører, jf. kapittel 4.[3] Referanseindeksen for aksjer utgjør 70 prosent av fondets referanseindeks og er spredt på både utviklede og framvoksende markeder. Referanseindeksen for obligasjoner utgjør 30 prosent og er begrenset til utviklede markeder.

Indeksleverandørene vurderer og godkjenner markeder som inngår i indeksen. De skal være tilgjengelige, velfungerende og investerbare for internasjonale investorer.

Norges Banks hovedstyre skal i henhold til sitt mandat i tillegg godkjenne alle markeder fondet investeres i, også de som inngår i referanseindeksen. Banken vurderer blant annet den operasjonelle risikoen ved å investere i markedene og hvordan minoritetsaksjonærer er beskyttet. Banken skal også vurdere landrisiko som del av markedsgodkjenningen.

Indeksleverandørene og Norges Bank vurderer om markedene fondet investerer i, gir tilstrekkelig beskyttelse for fondets midler. Indeksleverandøren vurderer ikke landenes lovgiving og håndheving av for eksempel korrupsjon, miljøskade og menneskerettigheter. I Norges Banks godkjenning av markeder inngår et bredere sett av forhold, se også kapittel 5. Selskaper som er notert på børs i markedene i referanseindeksen, kan ha virksomhet i land som er utenfor indeksen.

De fleste markedene SPU er investert i, har et godt rettslig vern for minoritetsaksjonærer. Lovgivningen er nokså lik og bygger på felles standarder for selskapsstyring. Disse er blant annet utviklet i regi av OECD.[4] Det omfatter stemmerett på generalforsamling, rett til informasjon gjennom regnskap og rapportering, rett til utbytte og likebehandling av aksjer i samme klasse, og adgang til fri omsetning av aksjer. I tillegg har minoritetsaksjonærer i de fleste markeder tilgang til rettsmidler for å beskytte seg mot misbruk fra majoritetsaksjonærer eller selskapets ledelse. Det kan være å rette søksmål på vegne av selskapet eller krav om å rettslig prøve beslutninger som anses urimelige.

I USA har minoritetseiere tradisjonelt hatt et sterkt vern. Flere regulatoriske endringer de siste to årene har likevel styrket selskapenes posisjon på bekostning av investorenes stilling. Engasjement fra investorer er blitt mer konfliktfylt, se kapittel 27.

Også i Europa er minoritetsvern typisk lovfestet, men med nasjonale variasjoner. Det er en tilsvarende lovgivning i mange av de asiatiske markedene som fondet er investert i. Det er likevel forskjeller i håndhevingen. Både i flere europeiske og asiatiske land er eierskap i mange tilfeller mer konsentrert enn i USA.

I Latin-Amerika, Midtøsten og deler av Afrika er de formelle reglene i økende grad tilpasset internasjonale standarder. I praksis er posisjonen til en minoritetseier i disse regionene ofte svakere enn i andre markeder.

---

[3] Referanseindeksen for aksjer er basert på FTSE Global All Cap fra FTSE Russell, mens referanseindeksen for obligasjoner består av 70 prosent statsobligasjoner og 30 prosent selskapsobligasjoner basert på indeksprodukter fra Bloomberg.

[4] G20/OECD Principles of Corporate Governance (2023) og OECD Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises (2024).

For Norges Banksom global porteføljeinvestor i forvaltningen av SPU betyr dette at rettigheter og plikter etter lokal selskaps-, børs- og verdipapirrett vil variere, selv om visse grunnprinsipper gjennomgående gjelder i de fleste markedene. For statlige investorer kan det være enkelte praktiske forskjeller sammenliknet med private aktører. Statlige investorer kan enkelte steder for eksempel ha enklere krav til rapportering eller andre særregler.

Statlig eierskap kan imidlertid også innebære strengere regulatoriske krav. Det gjelder særlig i sektorer som har strategisk eller sikkerhetspolitisk betydning. For eksempel vil statlig eierskap anses som en forhøyet risikofaktor etter regelverk for investeringskontroll.[5] Slikt regelverk har gjerne eiergrenser på 10 prosent i sensitive sektorer. Da utløses meldeplikt eller krav om forhåndsgodkjenning. I Japan går for eksempel grensen ved én prosent i visse sektorer. Normalt medfører eierskap over terskelen at investor må søke og få innvilget statlig godkjenning for å kunne erverve en slik posisjon. Myndighetene vil da normalt vurdere om ervervet kan være en risiko for nasjonal sikkerhet eller offentlig orden. Dersom det foreligger slik risiko, gir lovgivingen normalt hjemmel for nærmere bestemte restriksjoner eller, som en siste utvei, stans av transaksjonen.

19.2.2 Norges Banks rettigheter som minoritetseier i forvaltningen av SPU

En investor har en rekke rettigheter som aksjonær. Hvilke rettigheter en minoritetseier har, beror på lovgivningen i landet der selskapet er registrert. Disse rettighetene kan derfor, som tidligere nevnt, variere. Oversikten under er basert på visse fellestrekk som gjelder i de aller fleste markeder fondet er investert i.

19.2.2.1 Stemmerett på generalforsamlingen

Som aksjeeier har Norges Bank alltid rett til å møte og avgi stemme på generalforsamling, uavhengig av hvor liten aksjeposten er. Generalforsamlingen er selskapets øverste organ. Stemmeretten gir Norges Bank formell innflytelse. Hvor stor reell innflytelse Norges Bank har, avhenger derfor av størrelsen på aksjeposten og hvor mange øvrige aksjonærer som velger å benytte stemmeretten sin, se også omtale i kapitlene 9 og 27.Stemmeretten gjelder blant annet:

- valg av styremedlemmer og revisor
- godkjenning av årsregnskap og utbytte
- vedtektsendringer
- kapitalforhøyelser og -nedsettelser
- vederlagsordninger for ledelsen (avhengig av jurisdiksjon)

19.2.2.2 Rett til informasjon

Som minoritetsaksjonær har Norges Bank rett til den samme selskapsinformasjonen som øvrige aksjonærer. Det omfatter rett til nødvendig informasjon om selskapet, som innsyn i

[5] Med regelverk for investeringskontroll menes nasjonale ordninger for kontroll med utenlandske direkteinvesteringer (foreign direct investment) i virksomheter av betydning for nasjonal sikkerhet eller offentlig orden.

generalforsamlingsdokumenter, årsrapporter, vedtekter og øvrige opplysninger som kreves for å kunne vurdere saker som behandles på generalforsamlingen. Styret er dessuten forpliktet til å gi informasjon på generalforsamlingen så langt dette ikke skader selskapet.

19.2.2.3 Rett til likebehandling

Selskapsretten i de fleste markeder pålegger selskaper å behandle aksjonærer likt. Etter dette likhetsprinsippet har Norges Bank rett til samme økonomiske og organisatoriske behandling som andre aksjeeiere med tilsvarende aksjeposter. Styre og ledelse må sikre at utbytte, kapitalendringer, informasjonstilgang og transaksjoner ikke gir enkelte aksjonærer fordeler.

19.2.2.4 Rett til å ta opp saker og fremme forslag på generalforsamling

Som aksjeeier kan Norges Bank kreve at bestemte saker tas opp og fremme egne forslag til vedtak på generalforsamlingen. Tersklene for slike aksjonærrettigheter varierer mellom jurisdiksjoner. I enkelte land kreves en kvalifisert minoritet for visse tiltak. Etter norsk rett kan for eksempel en aksjeier foreslå gransking på generalforsamlingen. Får forslaget tilslutning fra aksjeeiere med minst en tidel av aksjekapitalen som er representert, kan enhver aksjeeier kreve at tingretten beslutter gransking. I andre jurisdiksjoner, som i USA, kan aksjonærer med relativt små eierandeler fremme aksjonærforslag («shareholder proposals»), men disse er normalt rådgivende og ikke bindende for selskapet.

19.2.2.5 Rett til rettsmidler ved misbruk

Dersom styret i et selskap eller majoritetseiere handler i strid med sine plikter, har minoritetsaksjonærer adgang til rettslige mekanismer. Avhengig av jurisdiksjon kan for eksempel aksjonærer reise søksmål på vegne av selskapet.

Utover de nevnte rettighetene som følger av selskaps-, børs- eller verdipapirretten, står minoritetsaksjonærer fritt til å engasjere seg overfor selskapene de er investert i. Det kan blant annet skje gjennom dialog med ledelsen, innspill til styret og deltakelse i ulike investorinitiativer.

I enkelte jurisdiksjoner finnes det regler som regulerer samarbeid mellom investorer. I USA kan aksjonærer som koordinerer sin opptreden, bli ansett for å opptre som en "gruppe". Det kan utløse rapporteringsplikt etter verdipapirregelverket.

19.3 Norges Banks plikter som minoritetseier i forvaltningen av SPU

Nasjonal verdipapirregulering og selskapsregulering pålegger typisk investorer som Norges Bank å etterleve:

- Innsideregler og regler om markedsmanipulasjon
- Flaggeplikt ved passering av eierandelsgrenser (avhengig av jurisdiksjon)
- Plikt til å opplyse om stemmegivning og om hvordan eierskap utøves (avhengig av jurisdiksjon)
- Korrekt rapportering til myndigheter i ulike jurisdiksjoner, for eksempel ved nytt eierskap

– Generalforsamlingsvedtak som er fattet innenfor gjeldende regelverk og vedtekter

Utover dette gir ikke SPUs investeringer bestemte juridiske plikter for Norges Bank som eier.

19.4 Begrensninger og hva Norges Bank i forvaltningen av SPU *ikke* er juridisk ansvarlig for som minoritetsaksjeeier

Det er klare grenser for hvilke rettigheter og plikter en minoritetseier har. Det har også betydning for hvilket ansvar banken som eier kan ha for handlinger eller unnlatelser som utføres av selskapene fondet er investert i.

19.4.1 Norges Bank har ikke styringsmyndighet i selskapene

Som minoritetseier kan ikke Norges Bank utnevne eller avsette styremedlemmer, instruere styret eller ledelsen, bestemme selskapets strategi eller påvirke operasjonelle beslutninger. Det er selskapsledelsen og styret som har det rettslige ansvaret for forvaltning, organisering og drift av selskapet.

19.4.2 Norges Bank har ikke ansvar for selskapenes disposisjoner

Norges Bank har ikke bestemmende innflytelse over selskapene det investeres i. Selskapene fondet er investert i, er egne rettssubjekter. Selskapet, ikke aksjeeierne, er ansvarlig for virksomheten, de beslutninger som treffes og eventuelle lovbrudd som begås.[6] Aksjonærenes risiko er som hovedregel avgrenset til den kapitalen de har skutt inn. Dette gjelder fullt ut for institusjonelle porteføljeinvestorer som Norges Bank.

Selv ved alvorlige lovbrudd er det selskapet og dets organer, herunder styret og ledelsen, som kan holdes ansvarlige, både sivilrettslig og strafferettslig. Det gjelder for eksempel korrupsjon, selskapers medvirkning til staters brudd på grunnleggende menneskerettigheter og miljøskadelige handlinger.

Banken har ikke arbeidsgiveransvar, produktansvar, driftsansvar, erstatningsansvar eller straffeansvar for selskapenes handlinger eller unnlatelser etter nasjonal rett i de markedene hvor selskapene opererer. Aksjonæransvar kan bare oppstå i særlige tilfeller, typisk der aksjonæren selv utfører lovbruddet eller utøver bestemmende innflytelse over selskapet.

For å få bestemmende innflytelse kan en investor kjøpe opp alle eller flertallet av aksjene i et foretak. En eier med bestemmende innflytelse kan velge styret og endre vedtekter. Eieren kan

[6] Etter selskapslovgivningen i Norge er et aksjeselskap «*ethvert selskap hvor ikke noen av deltagerne har personlig ansvar for selskapets forpliktelser, udelt eller for deler som til sammen utgjør selskapets samlede forpliktelser»,* jf. lov 13. juni 1997 nr. 44 om aksjeselskaper (aksjeloven) § 1-1 andre ledd og lov 13. juni 1997 nr. 45 om allmennaksjeselskaper (allmennaksjeloven) § 1-1 andre ledd nr. 1.

også med større tyngde stille forventninger til styrets forvaltning av selskapet og dermed påvirke hvordan selskapet forvalter sin virksomhet.[7]

Norges Bank utøver ikke kontroll, inngår ikke særskilte aksjonæravtaler, deltar ikke i beslutninger, tar ikke styreverv og gir ikke instruksjoner til selskapene. Bankens posisjon som indeksnær minoritetsinvestor innebærer derfor at det juridiske ansvaret for slike lovbrudd ligger hos selskapene.

19.4.3 Norges Bank har ikke rett til særbehandling eller innsideinformasjon

Som minoritetseier har Norges Bank i forvaltningen av SPU ikke krav på særrettigheter eller innsideinformasjon. Banken kan ikke kreve eksklusive møteplasser eller fortrinnsrettigheter utover det som følger av lov, eller å bli konsultert i strategiske avgjørelser.

19.4.4 Norges Bank kan ikke blokkere beslutninger alene

Norges Bank kan ikke på egen hånd blokkere flertallsvedtak. Dette gjelder også ved fusjoner eller oppkjøp, store kapitalendringer eller vedtektsendringer som krever kvalifisert flertall. En minoritetseier med negativt flertall, det vil si så mange stemmer at det kvalifiserte flertallet ikke kan nås, kan hindre slike vedtak. Eierandelsbegrensningen på 10 prosent innebærer at banken ikke kan oppnå dette. Som minoritetseier er banken normalt en av mange og kan bare påvirke gjennom stemmegiving, gjennom å fremme forslag på generalforsamlingen eller gjennom dialog eller andre former slik som investorsamarbeid. Flertallets styringsrett er et grunnleggende prinsipp i internasjonal selskapsrett.

19.5 Norges Bank som eier i unoterte realaktiva

Norges Banks rettslige og faktiske innflytelse over en unotert investering har direkte sammenheng med eierandelen.

Hovedstyret i Norges Bank har åpnet for at SPUs investeringer i unoterte realaktiva kan struktureres gjennom tre ulike eierskapsmodeller.

Ved heleide investeringer har Norges Bank full eierandel og dermed full beslutningsmyndighet over strategi, drift, investeringer og avhendinger. Slike investeringer forvaltes enten internt eller gjennom eksterne forvaltere etter mandat fra Norges Bank. Hele den økonomiske eksponeringen, som kostnader, kapitalbehov og operasjonelle forpliktelser, ligger i fondet. Ansvarsrisikoen er i utgangspunktet begrenset til egenkapitalen i datterselskapsstrukturen. Det foreligger ingen regressmulighet til Norges Bank eller fondets øvrige midler.

I felleskontrollerte investeringer, som såkalte «joint ventures» og partnerskap, eier Norges Bank typisk en betydelig, men normalt ikke kontrollerende andel. Innflytelsen utøves gjennom styrerepresentasjon, kontraktsfestede rettigheter og vetomuligheter i sentrale beslutninger, som budsjetter, større investeringer og strukturelle endringer. Den operative

[7] NOU 2023: 28 Investeringskontroll – En åpen økonomi i usikre tider, s. 71.

driften ivaretas som regel av en partner, mens Norges Bank fører tilsyn og godkjenner planer og vesentlige disposisjoner. De økonomiske forpliktelsene følger eierandelen og reguleres i samarbeidsavtalen. Ansvaret er begrenset til innskutt eller forpliktet kapital. Modellen gjør det mulig å fremme forventninger til ansvarlig virksomhet gjennom dialog og avtalefestede rettigheter, men innflytelsen er begrenset av partnerens tilsvarende rettigheter.

Ved indirekte investeringer gjennom fond, hvor banken opptrer som minoritetsinvestor, er eierskapet ytterligere oppsplittet og innflytelsen tilsvarende redusert. Investeringene forvaltes av en ekstern forvalter som har beslutningsmyndighet over enkeltinvesteringer. Norges Bank kan gi råd, men har ikke operativt ansvar for underliggende eiendeler. De økonomiske forpliktelsene er begrenset til innskutt kapital. Norges Bank kan påvirke ansvarlig forvaltning primært gjennom forventninger til forvalter og oppfølging via rapportering og investordialog.

I motsetning til i børsnoterte aksjer, hvor Norges Bank kan selge seg ut på kort varsel i et regulert marked, er det å avhende unoterte investeringer regulert av kontraktsbestemmelser og markedslikviditet. For heleide eiendeler kan banken selv beslutte salg, men transaksjoner er avhengige av markedsforhold. I samarbeidsstrukturer er avhending regulert av avtalte mekanismer og rettigheter mellom partene. For fondsinvesteringer er kapitalen normalt bundet i hele fondets levetid og med begrensede muligheter for salg i annenhåndsmarkedet.

20 Nærmere om gjeldende etiske rammeverk, organisering og gjennomføring

20.1 Innledning

Kapittelet omtaler det etiske rammeverket for fondet slik det var før de midlertidige retningslinjene trådte i kraft 7. november 2025. Etiske retningslinjer ble innført i 2004 på bakgrunn av Graverutvalgets anbefalinger i NOU 2003: 22 *Forvaltning for fremtiden*. De ulike delene av rammeverket er omtalt i flere ulike kapitler i denne utredningen:

- det etiske grunnlaget for rammeverket er nærmere omtalt i kapittel 5,
- de produkt- og adferdsbaserte kriteriene drøftes blant annet i kapitlene 10 til 12,
- Norges Banks oppfølging av de etiske retningslinjene og bankens arbeid med ansvarlig forvaltning omtales i kapitlene 9 og 22,
- Etikkrådets arbeid er beskrevet i kapittel 21, og
- ansvarsdelingen mellom Etikkrådet og Norges Bank omtales og drøftes i kapittel 13.

Beskrivelsen i dette kapittelet er derfor nokså kortfattet. For en utførlig omtale av utvikling og endringer i det etiske rammeverket fra 2004 til 2020 vises det til kapitlene 4 og 5 i NOU 2020: 7 *Verdier og ansvar* fra Mestadutvalget.

Nedenfor omtales først i avsnitt 20.2 diskusjonen om etiske retningslinjer før innføringen i 2004. Rammene for det etiske rammeverket omtales kort i avsnitt 20.3. I avsnitt 20.4 vises det til hvordan praktiseringen har vært.

20.2 Diskusjon av etiske retningslinjer for fondet før 2004

20.2.1 Nasjonalbudsjettet 1998 – regjeringen Jagland

Spørsmålet om å innføre etiske retningslinjer for fondet ble diskutert allerede fra det ble besluttet å innføre aksjer i fondet i 1997. Regjeringen Jagland uttalte i Nasjonalbudsjettet 1998 at fondet burde forvaltes ut fra finansielle hensyn alene. I Nasjonalbudsjettet står det:

> *«Regjeringen har vurdert om det er ønskelig å fastsette særskilte retningslinjer for Statens petroleumsfond for å begrense investeringsvalgene utover det som følger av de regler som allerede er gitt, og har kommet til at en ikke vil gå inn for dette. En har da lagt vekt på følgende fire hensyn: generelle hensyn, praktiske hensyn, finansielle hensyn, styringsmessige hensyn.»*[1]

De *generelle hensynene* handlet om fondets formål og at det burde være samsvar med statens øvrige virksomhet. Fondet var et redskap for å forvalte statens finansielle sparing og burde forvaltes ut fra hensyn til risiko og avkastning. Andre formål kunne best ivaretas gjennom

[1] St.meld. nr. 1 (1997–98) Nasjonalbudsjettet 1998, s. 96.

utenriks-, bistands- og miljøvernpolitikk. Fondet skulle videre plasseres på børser i land med velutviklet selskaps-, børs- og verdipapirlovgivning som Norge gjennomgående hadde omfattende samhandel med. Det ble også vist til at staten allerede var eier i selskaper med virksomhet i mange land, og det ble spurt om det var naturlig å stille andre standarder for fondet enn for annet eierskap. Fondets investeringer skulle dessuten spres mellom land og selskaper for å speile hele aksjemarkedet, og det var i utgangspunktet ikke lagt opp til å vurdere enkeltland og enkeltselskaper.[2]

De *praktiske hensynene* handlet om at det ville være vanskelig å følge opp ikke-finansielle hensyn og etiske kriterier i et fond av Petroleumsfondets størrelse. Andre store institusjonelle investorer la i liten grad slike hensyn til grunn. Det ble også vist til at apparatet for å analysere selskaper etter denne typen kriterier i hovedsak var bygd ut i USA, Storbritannia og deler av Europa, og var lite utbredt ellers. Det ville derfor bli vanskelig å anvende kriteriene konsekvent globalt, og det ville kunne svekke den ønskede spredningen av investeringene. Det ble videre påpekt at objektive kriterier var krevende å fastsette og avgrense på en ensartet måte, og at kriteriene måtte vedlikeholdes over tid etter hvert som selskapenes virksomhet endret karakter. Det ville øke forvaltningskostnadene.[3]

Det ble videre vist til empiriske studier som tydet på at en moderat grad av selvpålagte begrensninger over tid kunne gi om lag samme *finansielle* avkastning som markedsgjennomsnittet, men utelukkelser ville redusere mulighetene til å spre investeringene og øke porteføljens risiko. Risikoen ville kunne øke mye dersom et stort antall selskaper eller hele bransjer ble holdt utenfor investeringsuniverset. Andelen store selskaper i porteføljen ville da også reduseres. Store selskaper har ofte virksomhet innen flere sektorer og i flere land og har dermed større sannsynlighet for å bryte ett eller flere av utelukkelseskriteriene.[4]

Det ble vist til at innføring av ikke-finansielle hensyn også ville svekke *styringen* av fondet. Referanseindeksen og departementets vurdering av forvaltningen ville kompliseres. Tilsvarende ville gjelde for risikostyringen i forvaltningen. Det ble lagt vekt på at forvaltningen i stor grad skulle være passiv og speile hele aksjemarkedet. Tilleggsbegrensninger ville være en form for aktiv forvaltning og bidra til høyere forvaltningskostnader. Dette ble ansett som lite forenlig med fondets rolle som en porteføljeinvestor med lave eierandeler.[5]

20.2.2 Revidert nasjonalbudsjett 1999 – regjeringen Bondevik I

Regjeringen Bondevik I foreslo i 1999 å utelukke tobakksselskaper, å bruke stemmerettighetene knyttet til fondets aksjer for å fremme menneskerettigheter og miljø, og å opprette et eget miljøfond. Regjeringen la vekt på at dette ville bidra til bedre tilgang til informasjon om miljøforhold ved enkeltselskapers virksomhet. Av de tre forslagene fikk bare

[2] St.meld. nr. 1 (1997–98), s. 96–97.

[3] St.meld. nr. 1 (1997–98), s. 97.

[4] St.meld. nr. 1 (1997–98), s. 97.

[5] St.meld. nr. 1 (1997–98), s. 97–98.

forslaget om et miljøfond tilslutning i Stortinget, se nedenfor. Finanskomiteens flertall viste blant annet til at fondet skulle være et rendyrket redskap for finansiell sparing. Det ble også vist til at bruk av stemmeretten med fondets lave eierandeler på høyst én prosent ville ha mer symbolsk enn reell betydning. Å begrense investeringer i tobakksselskaper ville dessuten kunne lede til ytterligere begrensninger senere og til dårligere spredning av investeringene.[6]

Miljøfondet ble opprettet 1. januar 2001 som en egen aksjeportefølje med en startkapital på én milliard. kroner. Fondet ble tilført ytterligere én milliard kroner i 2002. Det kunne bare investere i selskaper som oppfylte krav til miljørapportering eller sertifiserte miljøstyringssystemer. Miljøfondet ble avviklet da de etiske retningslinjene for fondet ble innført i 2004.

20.2.3 Revidert nasjonalbudsjett 2001 – regjeringen Stoltenberg I

I Revidert nasjonalbudsjett 2001 holdt regjeringen Stoltenberg I fast ved at det som utgangspunkt ikke burde etableres regler som begrenset fondets investeringsmuligheter på grunnlag av en bestemt virksomhet. Regjeringen viste til at regler som på forhånd begrenset fondets investeringsmuligheter, kunne komme i strid med statens øvrige eierinteresser, innkjøp og leveranser for eksempel til forsvaret. Det ville også være vanskelig å avgrense hvilke aktiviteter et slikt regelverk skulle omfatte. Videre ville det være krevende å utforme objektive kriterier som behandlet alle selskaper likt, ettersom selskapene i næringslivet er vevd sammen gjennom leverandørkjeder, kundeforhold og eierandeler i andre selskaper.[7]

Enkelte saker kunne likevel reise vanskelige juridiske, etiske og politiske dilemmaer, blant annet produksjon av antipersonellminer. Regjeringen varslet på denne bakgrunn at den ville endre forskriften for forvaltningen av fondet. Enkeltselskaper skulle tas ut av investeringsuniverset dersom aksjeeiet i slike selskaper kunne være i strid med Norges folkerettslige forpliktelser.[8]

Denne uttrekksmekanismen ble nedfelt i forskriften for forvaltningen av fondet samme høst. Det ble samtidig opprettet et sakkyndig råd, Petroleumsfondets Folkerettsråd. Rådet skulle etter anmodning fra Finansdepartementet vurdere om investeringer kunne være i strid med Norges folkerettslige forpliktelser.[9] På grunnlag av Folkerettsrådets vurderinger ble ett selskap utelukket i 2002 grunnet selskapets produksjon av antipersonellminer.[10]

20.2.4 Revidert nasjonalbudsjett 2002 – regjeringen Bondevik II

I Revidert nasjonalbudsjett 2002 uttalte regjeringen Bondevik II at man måtte være varsom med å etablere regler om å utelukke selskaper «løsrevet fra folkeretten» fordi slike

---

[6] Budsjett-innst. S. nr. II (1998–99).

[7] St.meld. nr. 2 (2000–2001) Revidert nasjonalbudsjett 2001, s. 111.

[8] St.meld. nr. 2 (2000–2001), s. 111–112.

[9] NOU 2003: 22 Forvaltning for fremtiden, vedlegg 4.

[10] NOU 2003: 22, vedlegg 4, s. 66.

retningslinjer ville være svært vanskelige å praktisere. Det ble vist til at det ikke ville være mulig å finne klart avgrensede og objektive kriterier, at beslutningene i stor grad måtte bygge på skjønn og at slike regler lett kunne medføre inkonsistens i forhold til annen statlig virksomhet.[11]

Det ble samtidig varslet at man aktivt ville søke etter selskaper i porteføljen der investeringene kunne være i strid med Norges folkerettslige forpliktelser. Dette søket ble på bakgrunn av Folkerettsrådets vurderinger avgrenset til barnekonvensjonens artikkel 34 og 35 om seksuell utnyttelse og salg av barn, en valgfri tilleggsprotokoll til konvensjonen om samme tema og ILO-konvensjonen om de verste former for barnearbeid, i tillegg til de konvensjonene som allerede lå til grunn. Begrunnelsen var at disse ble tolket dithen at de pålegger statene en særskilt aktivitetsplikt.

Ved behandlingen av Revidert nasjonalbudsjett 2002 ba et flertall i Stortingets finanskomité regjeringen om å nedsette et utvalg som skulle fremme forslag om et bredere sett av etiske retningslinjer. Utvalget skulle være sammensatt av personer med kompetanse innen folkerett, etikk samt miljø- og menneskerettsspørsmål. Det ble vist til at etableringen av en uttrekksmekanisme og de erfaringer man hadde gjort seg, dannet et godt grunnlag for videre arbeid på området.

Regjeringen Bondevik II satte på denne bakgrunn ned et utvalg i oktober 2002, ledet av professor Hans Petter Graver. Utvalget la året etter frem utredningen NOU 2003: 22 *Forvaltning for fremtiden* med forslag til etiske retningslinjer for fondet.

20.3 Etiske retningslinjer innført i 2004

Følgende regelverk lå til grunn for forvaltningen av SPU før 7. november 2025:

- Lov om Statens pensjonsfond
- Retningslinjer for observasjon og utelukkelse av selskaper fra Statens pensjonsfond utland (SPU) og
- Mandat for forvaltningen av SPU

Finansdepartementet, Norges Bank og Etikkrådet er her tildelt ansvar og oppgaver i forvaltningen.

Loven fastsetter fondets formål og legger ansvaret for forvaltningen til departementet. Finansdepartementet forankrer viktige veivalg i forvaltningen i Stortinget før de settes i verk.

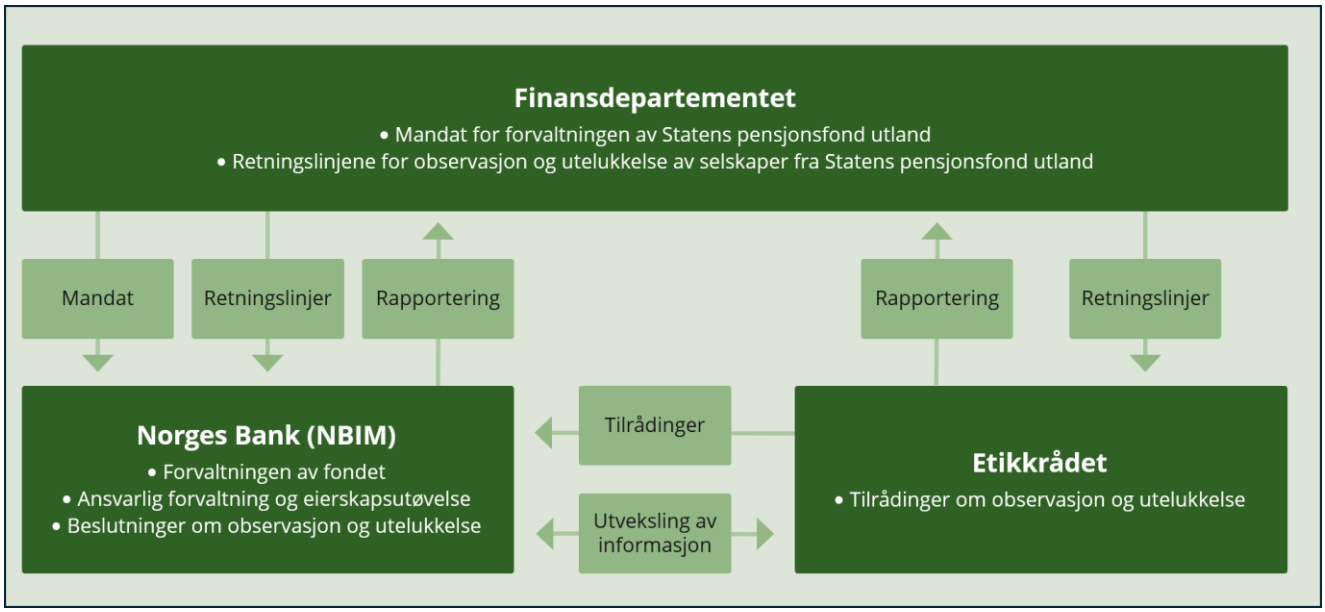
Departementet har delegert den operative forvaltningen til Norges Bank. Dette skjer gjennom et mandat som departementet fastsetter. Mandatet regulerer blant annet investeringsstrategi, risikorammer og bestemmelser om ansvarlig forvaltning.

Norges Banks oppgave med å forvalte fondet skiller seg fra bankens oppgaver som sentralbank. Den viktigste forskjellen er at Norges Bank ikke har samme grad av uavhengighet i forvaltningen av SPU som i utøvelsen av pengepolitikken og arbeid med

[11] St.meld. nr. 2 (2001–2002) Revidert nasjonalbudsjett 2002, s. 85–88.

finansiell stabilitet. *Finansdepartementet har full instruksjonsadgang i forvaltningen av fondet*. Departementet legger likevel vekt på at det skal være armlengdes avstand fra departementet ned til enkeltbeslutninger i forvaltningen.

Finansdepartementet har fastsatt egne retningslinjer for observasjon og utelukkelse av selskaper fra fondet. Etikkrådet for SPU er oppnevnt av Finansdepartementet etter innstilling fra Norges Bank. Rådet har som oppgave å gi råd til Norges Bank om observasjon og utelukkelse av selskaper etter nærmere bestemte kriterier, se boks 20.1. Rådet er faglig uavhengig av både departementet og banken. Rådet legger fram årlige virksomhetsplaner for departementet og rapporterer til departementet om sin gjennomføring. Rådets virksomhet er finansiert over Finansdepartementets budsjett. Rådets sekretariat er ansatt i Finansdepartementet.



Figur 20.1 Ansvar og oppgaver i forvaltningen av SPU

Kilde: Finansdepartementet.

Boks 20.1 Kriterier for observasjon og utelukkelse

Retningslinjene for observasjon og utelukkelse av selskaper fra SPU inneholder bestemmelser om formål og virkeområde, kriterier for observasjon eller utelukkelse, organiseringen av arbeidet, herunder arbeidsdelingen mellom Etikkrådet og Norges Bank, og krav til rapportering og offentliggjøring. Nedenfor gjengis kriteriene for observasjon og utelukkelse i retningslinjenes §§ 3 og 4:

Produktkriteriene (§ 3)

Fondet *skal* ikke være investert i selskaper som selv eller gjennom enheter de kontrollerer:

- 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
- produserer tobakk eller tobakksvarer
- produserer cannabis til rusformål

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

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

Adferdskriteriene (§ 4)

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

- grove eller systematiske krenkelser av menneskerettighetene
- alvorlige krenkelser av individers rettigheter i krig eller konfliktsituasjoner
- salg av våpen til stater i væpnede konflikter som benytter våpnene på måter som utgjør alvorlige og systematiske brudd på folkerettens regler for stridighetene
- 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
- alvorlig miljøskade
- handlinger eller unnlatelser som på et aggregert selskapsnivå i uakseptabel grad fører til utslipp av klimagasser
- grov korrupsjon eller annen grov økonomisk kriminalitet
- andre særlig grove brudd på grunnleggende etiske normer

20.4 Nærmere om omfang av observasjon og utelukkelser

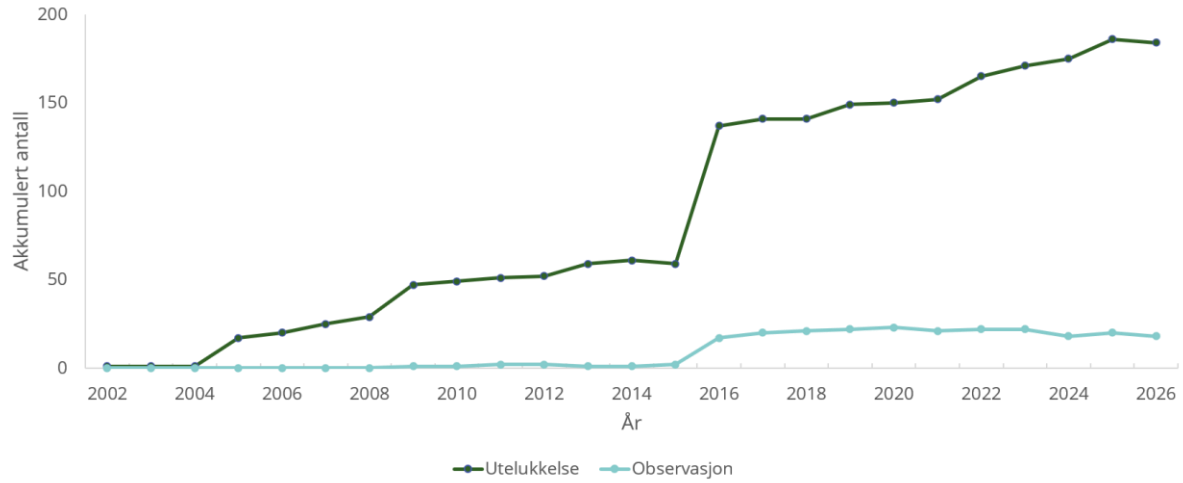
20.4.1 Innledning

Dette avsnittet omtaler gjennom figurer og tall hvordan de etiske retningslinjene er blitt praktisert. Vurderinger som ligger bak praktiseringen av de ulike kriteriene, er omtalt blant annet i kapitlene 10 til 12. Se også en grundig gjennomgang i kapittel 5 i NOU 2020: 7 *Verdier og ansvar* (Mestadutvalget).

I avsnitt 20.4.2 vises omfanget av selskaper som er utelukket og satt til observasjon under de ulike kriteriene. I avsnitt 20.4.3 omtales utelukkelser etter de ulike kriteriene fordelt på år, og i avsnitt 20.4.4 hvordan sakene har forløpt fra Etikkrådet har avgitt sin tilråding til Norges Bank har besluttet virkemiddel.

20.4.2 Omfang av selskaper som er utelukket og satt til observasjon

Antall utelukkede selskaper har økt siden de etiske retningslinjene ble innført, se figur 20.2. På samme tid er fondet blitt langt større og spredt på flere markeder og selskaper. Det er også kommet til noen nye kriterier. Oppgangen i antall utelukkelser i 2016 skyldes innføringen av det produktbaserte kullkriteriet.



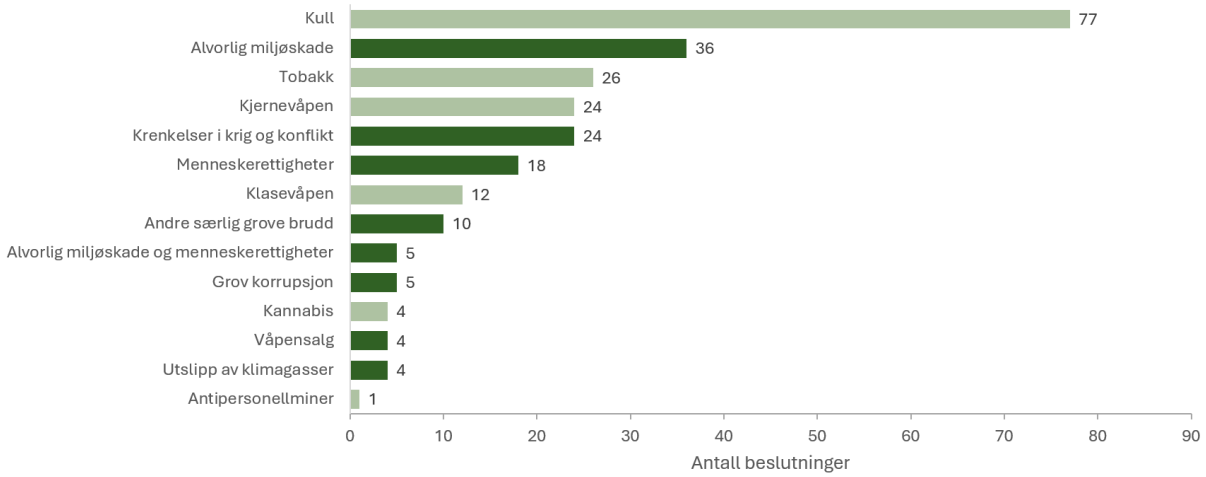
Figur 20.2 Antall selskaper utelukket eller satt til observasjon, 2002–2026

Figuren viser antall selskaper som er utelukket eller satt til observasjon per utgangen av det enkelte året. En utelukkelse eller observasjon er aktiv dersom den ikke er opphevet, erstattet eller avsluttet på grunn av oppkjøp eller andre hendelser.

Kilde: Norges Bank.

Figurene 20.3 og 20.4 viser beslutninger om utelukkelser fordelt på de ulike kriteriene, målt henholdsvis etter antall selskaper og markedsverdi i fondets referanseindeks.

Flest selskaper er blitt utelukket etter det produktbaserte kullkriteriet. Deretter følger de adferdsbaserte kriteriene om alvorlig miljøskade og grove krenkelser av menneskerettighetene og humanitærretten.



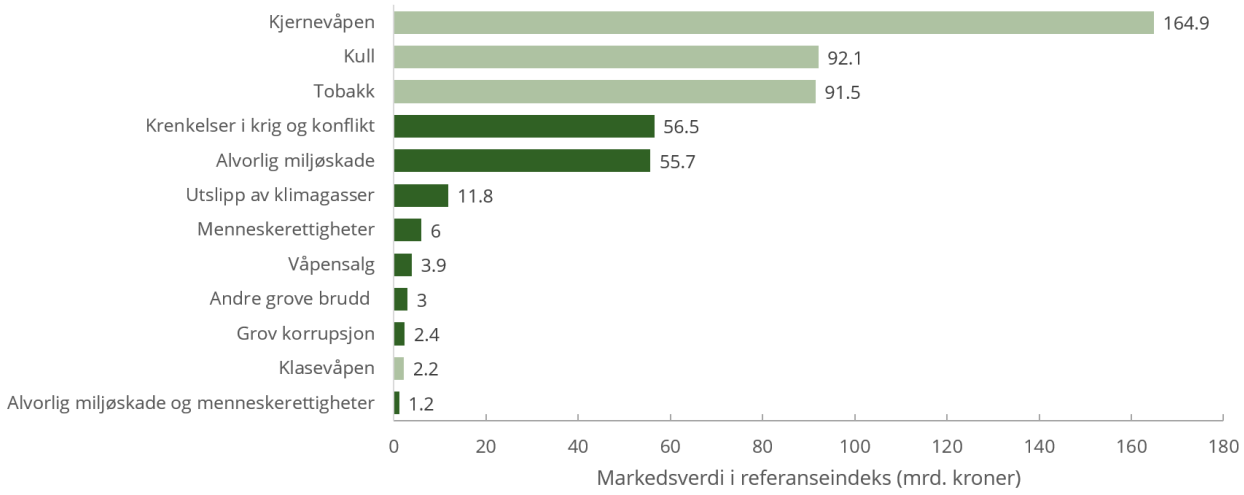
Figur 20.3 Antall utelukkelser etter kriterium

Lyse søyler viser produktbaserte kriterier, mørke søyler viser adferdsbaserte kriterier. «Våpensalg» dekker begge underkategoriene av kriteriet om salg av våpen til stater. Data per oktober 2026.

Kilde: Norges Bank.

Målt etter markedsverdi skiller utelukkelsene etter kjernevåpenkriteriet seg ut med klart høyest verdi. I verdi utgjør kjernevåpenkriteriet om lag en tredel av alle utelukkelser. Deretter følger kullselskaper og tobakksselskaper. Produktkriteriene står samlet for rundt 70 prosent av alle utelukkelser målt i selskapenes markedsverdi i fondets referanseindeks.

Verdien av selskapene som er utelukket eller satt til observasjon etter de adferdsbaserte kriteriene, er lavere, se figur 20.4 nedenfor.



Figur 20.4 Markedsverdi av utelukkede selskaper fordelt etter kriterium

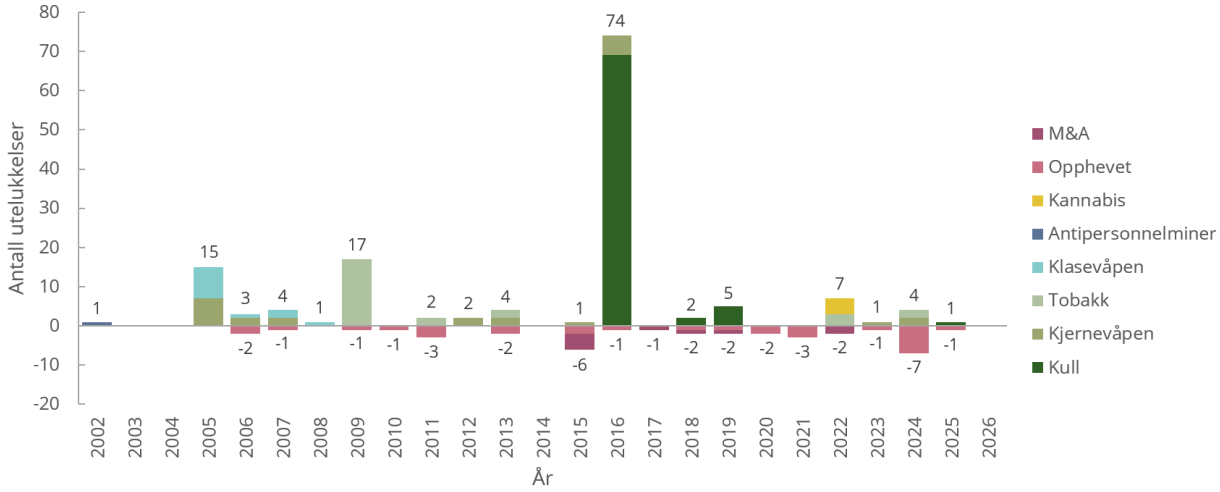
Lyse søyler viser produktbaserte kriterier, mørke søyler viser adferdsbaserte kriterier. «Våpensalg» dekker begge underkategoriene av kriteriet om salg av våpen til stater. Data per oktober 2026.

Kilde: Norges Bank.

20.4.3 Utelukkelser etter de ulike kriteriene fordelt på år

Antall utelukkelser fra fondet har økt over tid, jf. figur 20.2. Ved utgangen av første halvår 2026 var 183 selskaper utelukket. Noen utelukkelser oppheves hvert år fordi grunnlaget for utelukkelsen ikke lenger er til stede eller som følge av at selskapet kjøpes opp, fusjoneres e.l. Figurene 20.5 og 20.6 nedenfor viser utelukkelser og opphevelser per år for de ulike produkt- og adferdskriteriene.

Det er besluttet flest utelukkelser etter produktkriteriene, 144 i alt. Av disse er 29 tatt inn igjen i investeringsuniverset fordi grunnlaget for utelukkelsene har falt bort. Utelukkelsene har kommet i bolker som følge av at kriteriene er blitt endret eller nye kriterier er blitt innført. Det første selskapet ble utelukket i 2002 etter tilråding fra Petroleumsfondets Folkerettsråd, jf. ovenfor. Deretter ble det i 2005 utelukket selskaper etter kriteriene for kjernevåpen og klasevåpen. Kriteriet rettet mot produksjon av tobakk ble innført i 2009 og kullkriteriet i 2016. I de mellomliggende årene er det få nye utelukkelser per år. Etikkrådets arbeid har da i hovedsak gått ut på å overvåke porteføljen og holde listen over utelukkede selskaper ved like.



Figur 20.5 Nye utelukkelser og opphevede/fjernede utelukkelser: produktkriteriene

Søyler over null viser antall nye utelukkelser i året, fordelt på kriterium. Søyler under null viser antall selskaper opphevet og fjernet fra utelukkelseslisten i året, fordelt på årsak. «M&A» står for fusjon eller oppkjøp.

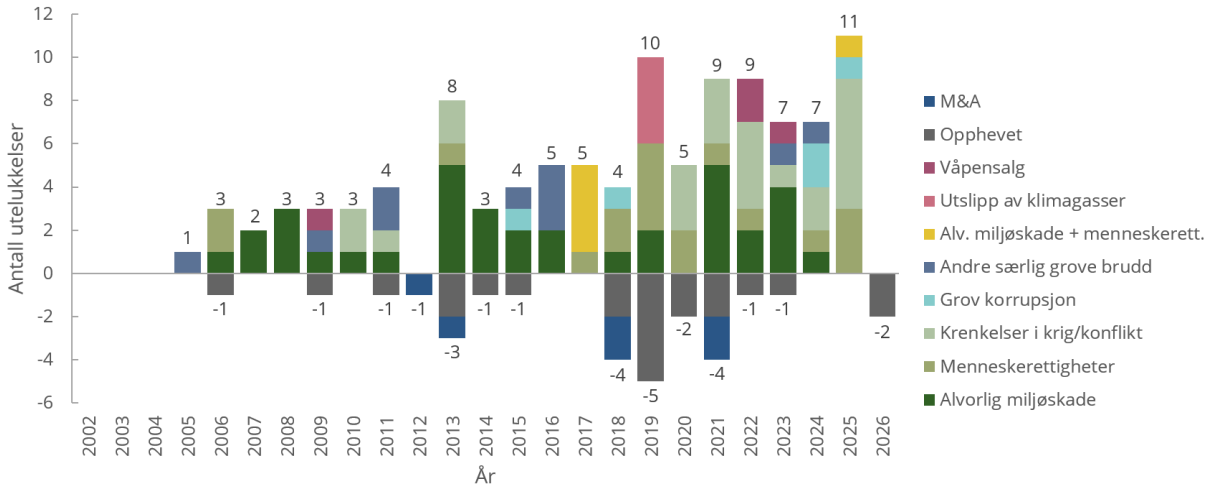
Kilde: Norges Bank.

Utelukkelser etter adferdskriteriene har en jevnere fordeling over tid, jf. figur 20.6. I den første tiårsperioden ble typisk ett til fem selskaper utelukket årlig. Fra 2019 har tallet vært høyere: mellom fem og elleve selskaper i året.

Antallet beslutninger som er opphevet, utgjør en liten andel sammenliknet med nye utelukkelser. Totalt er 51 utelukkelser opphevet, hvorav 29 under produktkriteriene og 22 under adferdskriteriene.[12] I tillegg er 15 selskaper strøket fra listen over utelukkede selskaper

[12] For fire selskaper er grunnlaget for utelukkelse endret fra ett kriterium til et annet.

fordi de har opphørt som selvstendige selskaper etter fusjoner og oppkjøp, 9 under produktkriteriene og 6 under adferdskriteriene.



Figur 20.6 Nye utelukkelser og opphevede/ fjernede utelukkelser: adferdskriteriene

Søyler over null viser antall nye utelukkelser i året, fordelt på kriterium. Søyler under null viser antall selskaper opphevet og fjernet fra utelukkelseslisten i året, fordelt på årsak. «M&A» står for fusjon eller oppkjøp.

Kilde: Norges Bank.

20.4.4 Fra tilråding til beslutning

Norges Bank har som nevnt besluttet observasjon eller utelukkelse på grunnlag av tilrådinger fra Etikkrådet. I oppfølgingen av kull- og klimakriteriene har banken selv kunnet ta initiativ uten tilråding fra Etikkrådet. I praksis har oppfølgingen av disse kriteriene ligget i banken.

Bortsett fra kullkriteriet er de produktbaserte kriteriene såkalte «skal»-kriterier. Norges Banks rom for å avvike fra Etikkrådets tilrådinger har i slike saker vært mer begrenset. Etter kullkriteriet har banken lagt vekt på framoverskuende vurderinger, herunder av eventuelle planer i selskapene som ville endre nivået på den kullrelaterte virksomheten.

Adferdskriteriene er såkalte «kan»-kriterier der Norges Bank har kunnet velge et annet virkemiddel enn Etikkrådet har anbefalt. Før banken har besluttet utelukkelse eller observasjon etter de adferdsbaserte kriteriene, har banken etter retningslinjene hatt som oppgave å vurdere om eierskapsutøvelse har vært egnet til å redusere risikoen for normbrudd eller av andre årsaker har vært hensiktsmessig.

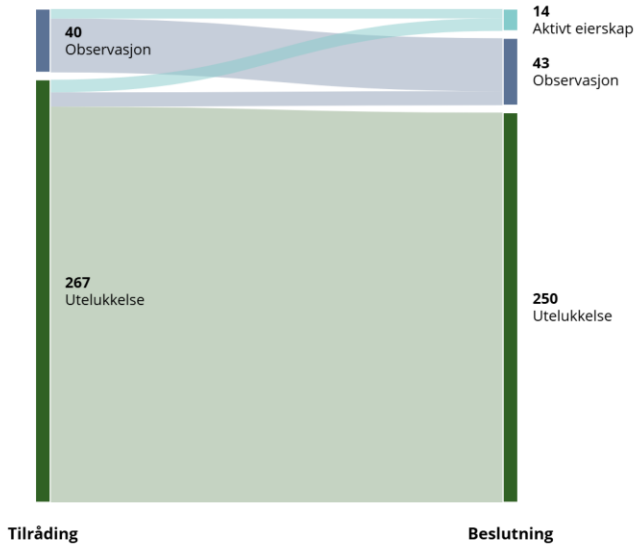
Figurene 20.7 og 20.8 nedenfor viser saksgangen fra tilråding til beslutning. Figur 20.7 omfatter alle saker, mens figur 20.8 bare omfatter de adferdsbaserte sakene.

Banken har fraveket tilrådingene fra Etikkrådet bare i 23 av 212 saker, altså i rundt ti prosent av sakene.[13] Alle de 23 sakene gjelder adferdskriteriene. I 14 saker er selskapet blitt fulgt opp

[13] Bare saker der Etikkrådet har gitt tilråding, er medregnet, dvs. at utelukkelser etter kullkriteriet ikke er medregnet.

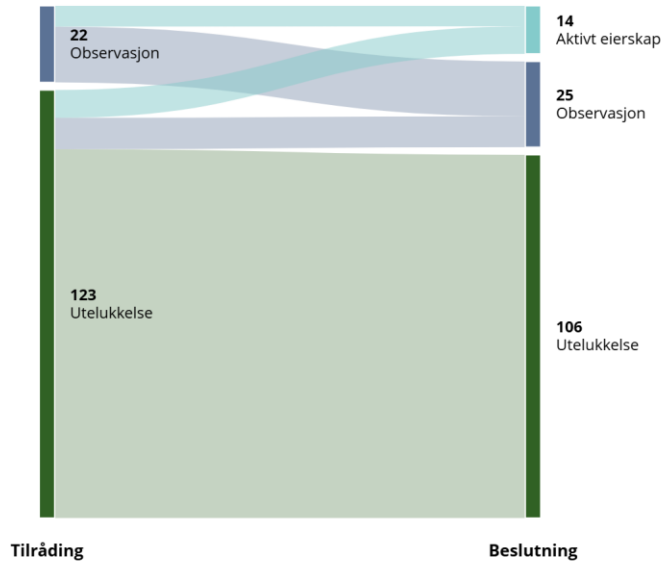
gjennom aktivt eierskap framfor å følge en tilråding om observasjon eller utelukkelse. I ni saker har banken besluttet observasjon framfor utelukkelse.

De 14 sakene der banken har valgt eierskapsutøvelse, fordeler seg på tre kriterier: alvorlig miljøskade, krenkelser av menneskerettighetene og grov korrupsjon, se også kapitlene 9 og 22.



Figur 20.7 Fra tilråding til beslutning per 30. juni 2026: alle kriterier

Kilde: Norges Bank.



Figur 20.8 Fra tilråding til beslutning per 30. juni 2026: adferdskriterier

Kilde: Norges Bank

21 Etikkrådets arbeid

21.1 Innledning

Kapittelet beskriver Etikkrådets organisering, arbeidsmetode og innhenting av informasjon.

21.2 Organisering

Etikkrådets sammensetning og organisering er regulert i retningslinjenes § 8. Medlemmene av rådet oppnevnes av Finansdepartementet etter innstilling fra Norges Bank. Det består av fem medlemmer som skal dekke temaene som retningslinjene omfatter. Medlemmene oppnevnes nå for en periode på fire år, tidligere for to eller fire år. Det foreligger ingen formell begrensning på antall gjenoppnevninger. Varigheten for oppnevningene har variert, fra to år til ti år for den som har sittet lengst som medlem.

Rådet har et sekretariat som utreder og forbereder saker for rådet. Det består i dag av ni personer som er rekruttert på bakgrunn av faglig kompetanse til å utrede saker etter de ulike kriteriene i retningslinjene. Sekretariatets medarbeidere er formelt ansatt i Finansdepartementet, jf. retningslinjenes § 8.

21.3 Arbeidsmetode

Retningslinjenes § 5 angir rammene for Etikkrådets arbeid, se boks 21.1.

Boks 21.1 Etikkrådets oppgaver

Retningslinjer for observasjon og utelukkelse av selskaper fra Statens pensjonsfond utland § 5 lød slik før 7. november 2025:

§ 5. Etikkrådets arbeid

(1) Etikkrådet gir råd til banken om observasjon og utelukkelse av selskaper etter kriteriene i § 3 og § 4, og om oppheving av beslutning om observasjon og utelukkelse, jf. syvende ledd og § 6 syvende ledd.

(2) Etikkrådet overvåker fondets investeringer, jf. § 2, med sikte på å avdekke om selskaper medvirker til eller selv er ansvarlige for produksjon eller atferd som fastsatt i § 3 og § 4.

(3) Etikkrådet tar opp saker på eget initiativ eller etter anmodning fra banken. Etikkrådet skal utarbeide og offentliggjøre prinsipper for hvilke selskaper som velges ut for nærmere undersøkelse.

(4) Etikkrådet innhenter nødvendig informasjon på fritt grunnlag og sørger for at saken er godt opplyst før råd om observasjon, utelukkelse eller oppheving av slike beslutninger gis.

(5) Et selskap som vurderes for observasjon eller utelukkelse, skal gis mulighet til å framlegge informasjon og synspunkter tidlig i prosessen, og Etikkrådet skal samtidig klargjøre for selskapet hvilke forhold som kan danne grunnlag for observasjon eller utelukkelse. Vurderer rådet å tilrå observasjon eller utelukkelse etter § 4, skal utkast til tilråding forelegges selskapet til uttalelse.

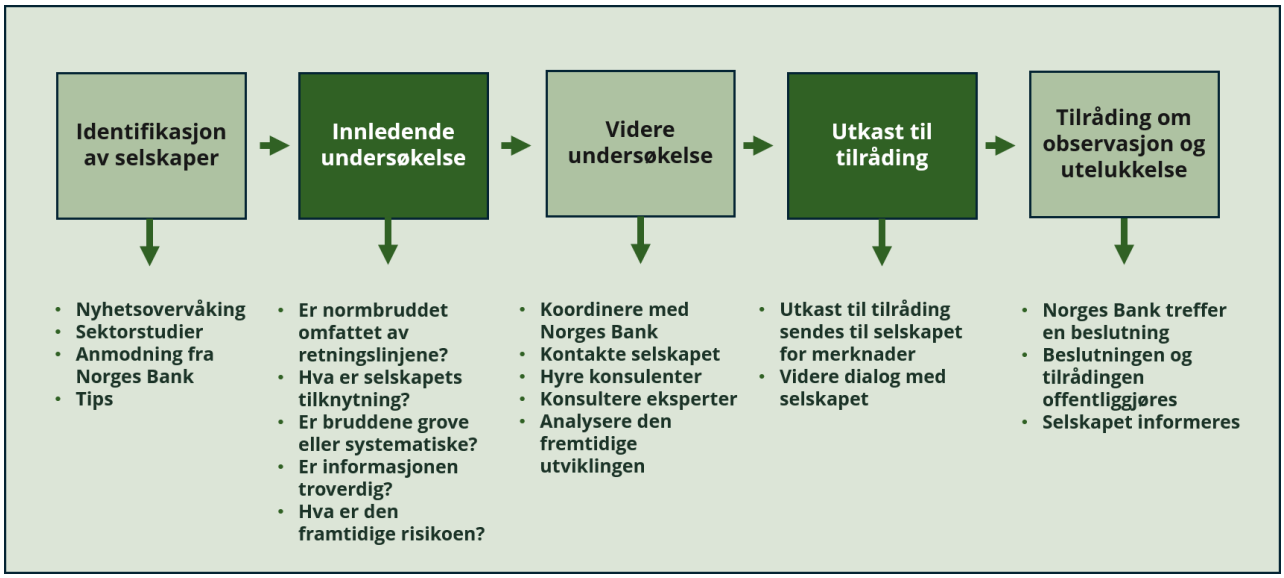
(6) Etikkrådet skal begrunne sine råd til banken. Banken kan utarbeide nærmere forventninger til utformingen av slike råd.

(7) Etikkrådet skal ha rutiner for å vurdere om grunnlaget for observasjon eller utelukkelse fortsatt er til stede. Basert på ny informasjon kan Etikkrådet anbefale banken at observasjon eller utelukkelse oppheves. Rutinene skal offentliggjøres. Selskap som er utelukket skal informeres særskilt om rutinene.

Etikkrådets arbeidsprosesser varierer mellom saker som hører under produktkriteriene i retningslinjene § 3 og de adferdsbaserte kriteriene etter § 4.[1] Saker under produktkriteriene følger en kortere og enklere arbeidsprosess ettersom det i slike saker bare skal fastslås om et selskap produserer et bestemt produkt.

I adferdsbaserte saker følger arbeidet et løp som illustrert i figur 21.1 nedenfor. Rådet har en risikobasert tilnærming. Sakene vurderes og prioriteres etter hvor alvorlige og omfattende normbruddene er og om de vurderes å være systematiske. Saker der det kan dokumenteres en høy risiko for vedvarende eller grove brudd på fondets etiske retningslinjer, blir prioritert.

[1] Etikkrådet har beskrevet hvordan rådet arbeider i flere av sine årsmeldinger, se for eksempel Etikkrådet for Statens pensjonsfond utland (2025), Årsmelding 2024, s. 33.



Figur 21.1 Arbeidsprosess i adferdsbaserte saker

Kilde: Etikkrådet.

Prosessen innledes med å søke å identifisere eventuelle normbrudd i selskapene i fondet. I en første fase skjer dette hovedsakelig gjennom løpende nyhetsovervåking og sektorstudier som rådet setter i gang selv. Etikkrådet mottar også tips fra eksterne kilder eller anmodninger fra Norges Bank om å se nærmere på enkeltselskaper.

Etikkrådet mottar hver måneden oversikt fra Norges Bank over selskapene fondet er investert i. Banken holdes også løpende orientert om hvilke selskaper rådet har under utredning.

Når et selskap er identifisert for videre utredning, gjør sekretariatet en innledende undersøkelse for å avklare om det påståtte normbruddet kan omfattes av kriteriene i retningslinjene. Sekretariatet vurderer om informasjonen virker troverdig og hva selskapets tilknytning til normbruddet er. Det vurderer også om bruddene framstår som grove og/eller systematiske og i hvilken grad det foreligger en risiko for fortsatte normbrudd. Rådet prioriterer særlig alvorlige saker. Det kan for eksempel være selskaper som er knyttet til tiltakende konflikter eller alvorlige enkelthendelser.

Arbeidet med å innhente informasjon må tilpasses hvor tilgjengelig den er under de ulike kriteriene. Saker som vurderes for videre oppfølging for eksempel under korrupsjonskriteriet, registreres, sorteres etter sektor og rangeres etter risiko. Slike oversikter oppdateres jevnlig.

Hvis det identifiseres mange normbrudd etter de ulike kriteriene innenfor én bestemt sektor, kan Etikkrådet innlede sektorstudier. En slik studie kan gi oversikt over hvilke selskaper som er tilknyttet de mest alvorlige normbruddene. Slike studier danner så grunnlag for videre utredninger av enkeltselskaper.

Etikkrådet opplyser at de fleste saker rådet behandler, er identifisert gjennom eksterne screeningtjenester, sektorstudier eller rådets løpende informasjonsinnhenting. Noen saker kommer også fra media eller andre eksterne kilder.

Etter en innledende undersøkelse av selskapet, legger sekretariatet fram saken for rådet. Rådet tar stilling til om saken skal utredes videre. Etikkrådet informerer Norges Bank dersom det besluttes å gå videre med en sak, jf. § 7 i retningslinjene. Etikkrådets sekretariat kontakter selskapet på et tidlig stadium i undersøkelsen. Svarene fra selskapene varierer. Noen selskaper gir mye informasjon, mens andre ikke svarer på henvendelsen. Etikkrådet anser det som en risikofaktor at selskaper ikke ønsker å bidra til å opplyse saken.

En del selskaper ber også om å få møte rådet. Slike møter gjennomføres som regel som videomøter, men det hender også at selskapene kommer til Oslo eller at Etikkrådet besøker selskapene. Som regel deltar rådsmedlemmer på slike møter i tillegg til representanter fra sekretariatet.

Dialogen med selskapene er en viktig del av utredningen, men innebærer også at utredningsprosessen strekker ut i tid.

Saker kan legges bort på alle stadier i utredningen. Dette skjer for eksempel hvis den innledende undersøkelsen viser at et selskap har avsluttet virksomheten som var antatt å være tilknyttet normbrudd. Det skjer også hvis undersøkelsen avdekker at risikoen for normbrudd er mindre enn først antatt. Noen saker legges bort fordi selskapet går ut av fondets portefølje underveis i arbeidet. Etikkrådet opplyser at siden 2020 har til sammen i overkant av 30 utredninger av selskaper blitt avsluttet fordi selskapet har gått ut av fondets portefølje.

I de sakene Etikkrådet mener det kan være grunnlag for å gi råd til banken om et selskap, utarbeider sekretariatet utkast til tilråding. Utkastet sendes til selskapet for eventuelle merknader. Etikkrådet vurderer selskapets svar og tar deretter endelig stilling til om tilrådingen skal avgis. Hvis et selskap informerer om tiltak for å redusere risikoen for normbrudd framover, kan Etikkrådet avvente utviklingen uten å sende en tilråding til banken.

I andre saker kan tilrådingen sendes Norges Bank. Når banken har truffet sin beslutning og eventuelt solgt eierposten, blir tilrådingen offentliggjort på Etikkrådets nettside og selskapet informert.

Sekretariatet har normalt et par hundre selskaper under utredning per år. Fra et selskap er identifisert til det eventuelt avgis en tilråding, vil det som regel gå flere måneder og ofte ett år. Selskaper blir kontaktet minst to ganger for å avklare spørsmål og gis anledning til å gi innspill. De blir normalt gitt en svarfrist på tre uker, men denne forlenges ofte hvis selskapet ber om det. Prosessen legger grunnlag for at sakene skal være godt opplyst før det fattes beslutning.

Saker behandles flere ganger i rådet. Rådsmøter avholdes som regel månedlig. I brev til Finansdepartementet i august 2025 skrev Etikkrådet at det kan være mulig å korte ned saksbehandlingstiden i hastesaker og samtidig ivareta retningslinjenes krav til ansvarlig og grundig saksbehandling.[2]

[2] Etikkrådet for Statens pensjonsfond utland (2025), brev til Finansdepartementet 18. august 2025 om fornyet gjennomgang av oppfølgingen av de etiske retningslinjene og investeringer i israelske selskaper.

21.4 Nærmere om innhenting av informasjon

Etikkrådet innhenter som vist til ovenfor informasjon fra flere kilder. Etikkrådet kjøper tjenester fra selskaper som har spesialisert seg på porteføljeovervåking og databaser med relevant selskapsinformasjon. Etikkrådet overvåker også selv nettsider med informasjon knyttet til de aktuelle kriteriene. I tillegg mottar rådet enkeltstående henvendelser om konkrete saker fra organisasjoner eller privatpersoner, enten direkte til Etikkrådet eller videresendt fra Norges Bank.

Etikkrådet bruker flere tjenesteleverandører for å identifisere selskaper under kriteriene:

- Selskapet **ISS-Ethix AB** leverer screeningtjenester under merkevaren **ISS ESG** og sender rapporter hvert kvartal til Etikkrådet om selskaper i fondets portefølje med virksomhet som kan rammes av produktkriteriene i retningslinjene. Etikkrådet har i tillegg tilgang til ISS' database med selskapsinformasjon. Informasjonen er basert på åpent tilgjengelig informasjon og ISS' dialog med selskapene.
- De sveitsiske selskapene **RepRisk AG** og **Inrate AG** leverer begge nettbasert nyhetsovervåkning med formål å identifisere selskaper i fondets portefølje med virksomhet som kan rammes av adferdskriteriene i retningslinjene.
- Etikkrådet har tilgang til databaser levert av det amerikanske selskapet **Dun & Bradstreet Inc**. med informasjon om blant annet selskapsstrukturer og eierforhold i selskaper.
-

Etikkrådet benytter seg også av flere spesialiserte databaser og oversikter, for eksempel Integrated Biodiversity Assessment Tool, **IBAT** (biodiversitet), **MarineTraffic** (skipstrafikk), **World Bank Listing of Ineligible Firms and Individuals** (korrupsjon).

Etikkrådet undersøker i tillegg områder der risikoen for normbrudd anses som høy. Etikkrådet utarbeider selv eller i samarbeid med spesialiserte konsulenter sektoranalyser av grupper selskaper, gjerne innenfor en type virksomhet eller i et spesielt geografisk område. Sektoranalyser gjennomføres gjerne i samarbeid med anerkjent fagekspertise innenfor et bestemt område. Etikkrådet har inngått rammeavtaler med eksterne konsulenter. Avtalene gjelder menneskerettigheter, særlig kartlegging av arbeidsforhold, og selskaper med virksomhet i et konfliktområde. De gjelder ogsåselskaper med virksomhet som påvirker sårbare naturområder i regioner med en betydelig del av verdens biologiske mangfold, såkalte *biodiversity hotspots.*[3]

De siste tre årene har Etikkrådets kostnader på screeningtjenester, tilgang til databaser og bruk av eksterne konsulenter vært rundt fem millioner kroner årlig.

[3] Biodiversity hotspots: 36 regioner globalt som innehar en betydelig del av verdens biologiske mangfold (i form av endemiske arter, det vil si arter som bare bor der), samtidig som de har mistet minst 70 prosent av opprinnelig vegetasjon. Konseptet ble utviklet som en måte å prioritere hvilke områder i verden som vil bidra til mest bevaring av verdens biologiske mangfold.

Etikkrådet følger løpende med på særskilte problemstillinger som tidligere har ført til utelukkelse av selskaper, og der det etter rådets vurdering er risiko for at det kan oppstå nye, liknende saker. Eksempler her er skipsopphugging på strendene i enkelte asiatiske land og naturressursutvinning i Vest-Sahara.

Under produktkriteriene identifiseres relevante saker primært gjennom tjenestene rådet benytter for porteføljeovervåkning. Antallet selskaper som fanges opp, er her nokså begrenset. Etikkrådet vurderer alle.

21.5 Etikkrådets praksis med observasjon av selskaper

Etikkrådet følger opp selskaper som settes til observasjon. Observasjon kan besluttes der det er tvil om vilkårene for utelukkelse er oppfylt eller der det av andre årsaker vurderes som hensiktsmessig. Varigheten er normalt fire år. Rådets oppfølging skjer vanligvis årlig ved brev og dialog. Etikkrådet rapporterer videre til banken om rådets vurderinger. Dersom nye normbrudd avdekkes eller hvis selskapet ikke reduserer risikoen for framtidige normbrudd, kan Etikkrådet anbefale utelukkelse.

22 Ansvarlig forvaltning

22.1 Innledning

Ansvarlig forvaltning har utviklet seg fra å være et nisjeområde til å bli en integrert del av moderne kapitalforvaltning. Begrepet omfatter hvordan investorer tar hensyn til selskapsstyring, miljø og sosiale forhold i forvaltningen av kapital. For store, bredt diversifiserte investorer med lang investeringshorisont er slike hensyn særlig relevante. Avkastningen for investorer avhenger ikke bare av utviklingen i enkeltselskaper, men også av velfungerende markeder og en stabil økonomisk utvikling over tid.

Ansvarlig forvaltning består av to hovedelementer. Det første er å ta hensyn til miljømessige, sosiale og styringsmessige forhold i investeringsbeslutninger. Det kan innebære at slike forhold inngår i verdsettelsen av selskaper, og at investor velger å redusere eller utelate bestemte investeringer på den bakgrunn. Det andre er å utøve eierskap. Det kan skje gjennom stemmegivning på generalforsamlinger, dialog med selskapers ledelse og styrer, og deltakelse i prosesser der standarder for kapitalmarkedene og næringslivet utformes.

Eierskapsutøvelsen bygger på de rettighetene som følger av å eie aksjer i et selskap. Som aksjonær har fondet formell innflytelse gjennom stemmerett på generalforsamlingen. Der tar aksjonærene typisk stilling til valg av styremedlemmer og revisor, godkjenning av årsregnskap og utbytte, vedtektsendringer, kapitalforhøyelser og vederlagsordninger for ledelsen. Aksjonærer kan også fremme egne forslag og kreve at saker settes på dagsorden, selv om terskler og prosedyrer for dette varierer mellom markeder. Ikke alle forslag er bindende for selskapet I mange selskaper kan aksjonærene i tillegg stemme over ikke-bindende forslag om selskapets tilnærming til bærekraft og samfunnsansvar. Utover de formelle rettighetene kan Norges Bank engasjere seg overfor selskapsledelsen og styret gjennom dialog og deltakelse i investorinitiativer. Norges Bank kan fremme forventninger til selskapers håndtering av ulike utfordringer og følge opp disse i løpende dialog.

Samtidig er det klare grenser for hvilken innflytelse en minoritetsaksjonær kan ha. Som én av mange aksjonærer vil innflytelsen i det enkelte selskapet alltid være begrenset og avhenge av eierandel, andre aksjonærers adferd og selskapets egne prioriteringer. Norges Bank kan ikke alene avgjøre utfallet av avstemminger, utnevne eller instruere styret, påvirke operative beslutninger eller blokkere flertallsvedtak. Det er selskapets styre og ledelse som har ansvaret for strategi og drift, herunder hvordan selskapet håndterer spørsmål om bærekraft. Norges Bank kan kommunisere forventninger og følge dem opp gjennom dialog, men ikke bestemme hvilke tiltak selskapet skal iverksette. Plikter og rettigheter som aksjonær er nærmere omtalt i kapittel 19.

Boks 22.1 Vanlige virkemidler i ansvarlig forvaltning

Forvalter *integrerer hensyn til miljø, samfunn og selskapsstyring, såkalt ESG, i investeringsbeslutninger* for eksempel ved beslutninger om sammensetningen av porteføljen og verdivurdering av enkeltselskaper. Dette kan være finansielt motivert eller ut fra et ønske om å oppnå en bestemt profil for porteføljen. Målet med investeringene er etter lov om Statens pensjonsfond «*å oppnå høyest mulig avkastning med en akseptabel risiko. Innenfor denne rammen skal fondet forvaltes ansvarlig*».

Nedsalg kan benyttes når selskapets praksis ikke er forenlig med investorens prinsipper eller mandat, eller når andre virkemidler ikke har fungert. Nedsalg kan være finansielt motivert eller begrunnet i at investor vil unngå selskaper med bestemte særtrekk. Nedsalgene kan bygge på risikovurderinger eller dokumenterbare forhold ved selskapene. For SPU brukes begge former: finansielt motiverte nedsalg innenfor rammen for avvik fra referanseindeksen, såkalte risikobaserte nedsalg, og nedsalg gjennom de etiske utelukkelsene.

Arbeid på sektor- og markedsnivå innebærer blant annet at investorer kan arbeide med internasjonale organisasjoner, reguleringsmyndigheter og bransjeorganisasjoner, og også samarbeide med andre investorer i ulike initiativer. Målet er typisk å forbedre rammevilkårene for et ansvarlig næringsliv og velfungerende markeder. Store investorer kan delta i utviklingen av standarder for rapportering og svare i offentlige høringer om nye regler. De kan også dele forskning og innsikt med dem som setter standarder. Norges Bank deltar i utviklingen av internasjonale standarder for selskapsstyring, rapportering og bærekraft. Dette gjør banken ved å gi høringssvar, ha dialog med regulatoriske myndigheter og standardsettere og ved å delta i utvalgte investorinitiativer.

Eierskapsutøvelse overfor enkeltselskaper. Aksjonærer har en formell rett til å stemme på generalforsamlinger. Der tar aksjonærene blant annet stilling til styrevalg, lederlønninger og utstedelse av nye aksjer. Investorer kan også ha dialog med selskaper for å skaffe informasjon og fremme sine forventninger til selskapenes praksis. Slik dialog skjer på ulike nivåer. Både ledelse, porteføljeforvaltere og andre spesialister fra investor kan delta, enten i møte med selskapets styre, ledelse eller andre representanter. Dialogen kan være reaktiv, for eksempel som respons på spesifikke hendelser, eller proaktiv som en langsiktig oppfølging av definerte forventninger fra investors side. I forvaltningen av SPU stemmer Norges Bank på generalforsamlinger i alle selskaper fondet er investert i, der det er mulig. Banken fører også dialog med selskaper, blant annet med utgangspunkt i forventningsdokumenter den har publisert.

22.2 Norges Banks ansvarlige forvaltning

Norges Banks *ordinære* eierskapsutøvelse inngår i bankens ansvarlige forvaltning, jf. forvaltningsmandatet § 1-3 andre ledd og kapittel 4. Formålet er å støtte fondets finansielle mål om høyest mulig avkastning med akseptabel risiko.

Norges Bank er minoritetsaksjonær i om lag 7 100 selskaper globalt med en gjennomsnittlig eierandel på omtrent 1,5 prosent. Selv om eierandelen er beskjeden, er fondet blant de ti største investorene i mange selskaper.

Den ansvarlige forvaltningen er organisert langs tre nivåer. På markedsnivå arbeider Norges Bank med internasjonale standarder og regulatoriske myndigheter for å fremme bedre rammevilkår for ansvarlig næringsvirksomhet. På porteføljenivå overvåker banken risiko løpende, tar hensyn til bærekraft og selskapsstyring i investeringsanalyser og foretar risikobaserte nedsalg. På selskapsnivå har banken publisert forventninger til selskapene på en rekke områder innen bærekraft og selskapsstyring. Disse følges opp gjennom dialog og stemmegiving. Selskapsdialogen er ifølge banken prioritert etter hvor den kan være mest effektiv.

22.2.1 Markedsnivå

Norges Bank arbeider for velfungerende markeder, god selskapsstyring og bærekraftige forretningsmodeller. Dette skjer blant annet gjennom dialog med internasjonale organisasjoner, standardsettere og reguleringsmyndigheter. Banken svarer på offentlige høringer, møter fageksperter, holder innlegg på konferanser og deltar i utvalgte initiativer.

Norges Bank publiserer synspunkter om aktuelle temaer. Det kan være syn på selskapsstyring, rapporteringsstandarder eller andre markedsspørsmål. Synspunktene publiseres i diskusjonsnotater, kronikker, innlegg og intervjuer.

Banken støtter også akademisk forskning om hvordan selskapsstyring og bærekraft påvirker finansiell risiko og avkastning.

22.2.2 Porteføljenivå

Forvaltningsmandatet stiller krav til at banken skal ta hensyn til selskapsstyring og bærekraft i investeringsbeslutningene. Investeringsbeslutningene i banken er delegert til flere forvaltere med ansvar for egne delporteføljer. Hver delportefølje har krav om at forvalteren skal ta hensyn til selskapsstyring og bærekraftrisiko. Forvalterne drøfter jevnlig disse temaene med selskapene.

Norges Bank overvåker også bærekraftrisiko for selskapene i porteføljen. Formålet med overvåkingen er å støtte fondets langsiktige finansielle mål og redusere eksponeringen mot uakseptabel risiko. Risikoovervåking og risikobaserte nedsalg er som nevnt nærmere omtalt i avsnitt 22.3 nedenfor.

22.2.3 Selskapsnivå

Norges Banks eierskapsutøvelse bygger på bankens forventningsdokumenter og posisjonsnotater. Forventningsdokumentene beskriver hvordan banken forventer at selskaper håndterer vesentlige risikoer og muligheter innenfor ulike bærekrafttemaer, se boks 22.2. Posisjonsnotatene angir bankens syn på spørsmål om selskapsstyring. Begge dokumenttypene danner grunnlag for dialog med selskapene og for stemmegivingen.

Boks 22.2 Norges Banks forventningsdokumenter

Norges Bank har siden 2008 publisert forventningsdokumenter rettet mot styrene i selskaper fondet er investert i. Dokumentene beskriver hvordan banken forventer at selskapene håndterer utvalgte temaer i sin virksomhet. Dokumentene bygger på internasjonalt anerkjente standarder, herunder FNs Global Compact og OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper.

Temaene har blitt utvidet over tid. Det første dokumentet handlet om barns rettigheter og kom i 2008. Deretter fulgte dokumenter om klimarisiko (2009), vannforvaltning (2010), menneskerettigheter (2016), skatt og åpenhet (2017), antikorrupsjon (2018), bærekraftig bruk av havet (2018), biologisk mangfold og økosystemer (2021), forvaltning av humankapital (2022) og forbrukerinteresser (2023). I 2026 ble dokumentene som omtaler forventninger om vann, hav og biologisk mangfold samlet i ett felles dokument om natur. Dokumentene revideres jevnlig. Banken publiserte blant annet reviderte forventninger om selskapers håndtering av klimarisiko i 2023 og et oppdatert dokument om menneskerettigheter i 2025. I april 2026 hadde banken åtte forventningsdokumenter.

Dokumentene fyller flere funksjoner. De er utgangspunkt når banken vurderer selskapers praksis og for bankens dialog med dem. Banken bruker dokumentene også som grunnlag for stemmegiving, blant annet om forslag om miljø- og sosiale forhold.

Banken vurderer selskaper i fondet systematisk opp mot forventningsdokumentene. Vurderingen bygger på offentlig tilgjengelig informasjon fra selskapene. Vurderingene gir grunnlag for å identifisere selskaper for nærmere oppfølging og for å følge utviklingen i selskapers praksis over tid.

Forventningsdokumentene angir prinsipper som banken mener selskapsstyrene bør legge til grunn. De angir ikke krav tilpasset enkeltselskaper eller -sektorer. Forventningsdokumentene er ikke del av de etiske retningslinjene for fondet. Det er likevel et betydelig tematisk sammenfall mellom forventningsdokumentene og kriteriene for observasjon og utelukkelse. Det gjelder særlig menneskerettigheter, miljøskade og korrupsjon. Disse temaene er dekket både av forventningsdokumentene og av de adferdsbaserte utelukkelseskriteriene.

Stemmegiving

Norges Bank har utarbeidet retningslinjer med prinsipper som ligger til grunn for bankens stemmegiving. Retningslinjene beskriver bankens generelle synspunkter og er ikke bindende. Retningslinjene bygger på internasjonalt anerkjente standarder og ses i sammenheng med bankens posisjonsnotater og forventningsdokumenter. Retningslinjene er offentlig tilgjengelige.

Norges Bank har som mål å stemme på alle generalforsamlinger. Ifølge banken stemmes det årlig på rundt 11 000 generalforsamlinger på til sammen over 100 000 forslag. Banken stemmer i tråd med styrets anbefaling i om lag 94 prosent av tilfellene. De vanligste grunnene

til å stemme imot styrets anbefaling er forslag som svekker aksjonærrettigheter, manglende uavhengighet for styreleder eller lederlønninger som banken mener ikke er knyttet opp mot langsiktig verdiskaping.

Norges Bank kunngjør stemmeintensjonene fem dager før hver generalforsamling, jf. boks 22.3. Banken begrunner alltid når den stemmer mot styrets anbefaling eller mot aksjonærforslag om bærekraft.

Boks 22.3 Effekten av å offentliggjøre stemmegivingen på forhånd

Norges Bank har siden januar 2021 kunngjort sine stemmeintensjoner fem dager før selskapers generalforsamlinger. En uavhengig studie gjennomført av Rüdiger Fahlenbrach, Nicolas Rudolf og Alexis Wegerich fant at stemmer som går mot aksjonærforslag som er blitt fremmet, i gjennomsnitt økte med tre prosentenheter når Norges Bank på forhånd kunngjorde intensjoner om å stemme mot forslaget.[1] [1] Fahlenbrach, Rudolf og Wegerich (2023).

Selskapsdialog

Norges Bank har regelmessig dialog med selskapene fondet er investert i. Banken oppgir på sine nettsider hvilke selskaper dette er, og hvilke temaer det er dialog om. I 2025 hadde banken dialog med 1 484 selskaper, og det ble avholdt 3 295 møter. Dialogen gjennomføres av grupper satt sammen av porteføljeforvaltere og analytikere fra bankens eierskapsavdeling. Formålet er ifølge banken å fremme verdiskaping og redusere risiko innen temaer om bærekraft og selskapsstyring.

Når banken tar initiativ til dialog, settes det konkrete mål og en plan for oppfølging. Banken samarbeider i begrenset grad med andre investorer om selskapsdialog, og aldri om investeringsbeslutninger eller stemmegiving.

Dialog med selskapene arter seg forskjellig, avhengig av formål. Selskaper tar jevnlig kontakt med banken for å drøfte saker som skal behandles på kommende generalforsamlinger, eller som en del av selskapets løpende kontakt med større aksjonærer. Banken har såkalt strategisk styredialog med styrene i fondets største investeringer. Temaene som diskuteres, er typisk selskapets strategi, styrets og ledelsens sammensetning og håndtering av vesentlige risikoer. Tematiske dialoger tar utgangspunkt i forventningsdokumentene. Banken setter mål for hver dialog og følger framdriften over tid. Dialog om utslippsreduksjoner i selskapene med høyest klimautslipp er et eksempel på slik dialog. I hendelsesbaserte dialoger følger banken opp konkrete hendelser som kan tyde på svak styring eller mangelfull håndtering av risiko. Banken fanger opp slike hendelser gjennom daglig risikoovervåking, kvartalsvise gjennomganger av selskapene i porteføljen og informasjon fra uavhengige organisasjoner.

22.3 Nærmere om risikoovervåkning

22.3.1 Løpende risikoovervåkning

Som en bred, indeksnær investor vil fondet til enhver tid være investert i mange selskaper på tvers av sektorer og land. Formålet med risikoovervåkingen er ikke å garantere at det aldri vil oppstå kritikkverdige forhold i enkeltselskaper fondet er investert i, men å identifisere og følge opp risiko som er vesentlig.

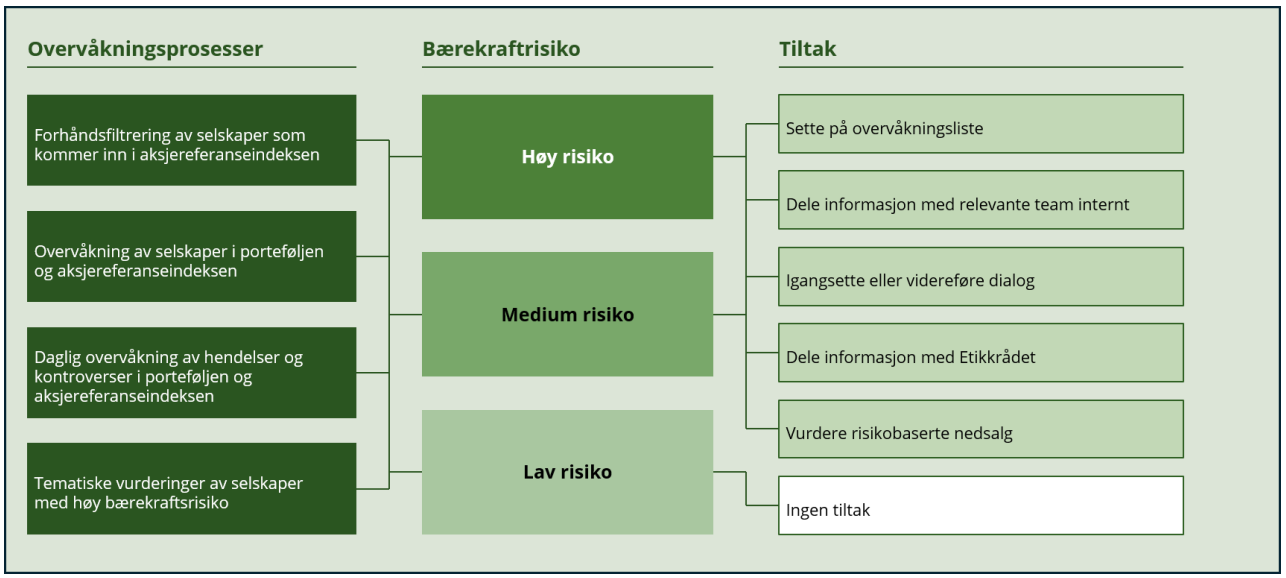
Norges Bank overvåker bærekraftrisiko som del av den løpende forvaltningen. Banken skriver i sin rapport om ansvarlig forvaltning for 2025 og har uttalt i møte med utvalget at bruk av ny teknologi gjør det mulig å overvåke flere selskaper og vurdere dem hyppigere enn tidligere. Ved bruk av kunstig intelligens ble arbeidet med risikoovervåking skalert ytterligere opp i 2025.

Norges Bank går hvert kvartal gjennom alle selskaper i aksjeporteføljen og referanseindeksen. Selskapene vurderes mot risikofaktorer utledet av forventningsdokumentene. Dette inkluderer blant annet klima, menneskerettigheter og forbrukerinteresser, se nærmere omtale i boks 22.2. Gjennomgangen bygger blant annet på en intern risikomodell som sammenstiller bærekraftsdata for selskaper, sektorer og land. Indikatorer for risikoen i hver sektor bygger på et rammeverk for finansiell vesentlighet utviklet av Sustainability Accounting Standards Board (SASB).[1]

Norges Bank vurderer også hvert kvartal om fondet av finansielle grunner skal avstå fra å investere i nye selskaper som kommer inn i fondets referanseindeks. Denne vurderingen bygger på om selskapene utgjør en uakseptabel risiko for fondets avkastning, og er adskilt fra de etiske utelukkelsene. I vurderingen legges det også vekt på bærekraftsrisiko. I tillegg gjennomgås alle nye investeringer i aksjeporteføljen daglig, uavhengig av om selskapene er i referanseindeksen eller ikke. Indeksleverandøren som Finansdepartementet bruker for fondet, tar normalt inn nye selskaper hvert kvartal, og rundt 600-900 selskaper kommer inn i referanseindeksen årlig.

Norges Bank vurderer og klassifiserer bærekraftsrisikoen i hvert selskap som enten høy, middels eller lav risiko. Klassifiseringene er basert på analyser av hvor alvorlig risikoen er og betydningen for fondets finansielle interesser. Hvorvidt selskapets håndtering av bærekraft vil påvirke selskapets markedsverdi og fondets finansielle risiko, er her sentralt. Selskapet vil i hovedsak bare bli klassifisert med høy risiko dersom en alvorlig svikt i risikohåndteringen kan ha negativ påvirkning på selskapet eller fondet finansielt. For selskaper som klassifiseres med høy eller middels bærekraftsrisiko, vurderer banken hvilke risikoreduserende tiltak som er hensiktsmessige. I en global portefølje med flere tusen selskaper tilsier en ressurseffektiv tilnærming at det legges vekt på de alvorligste tilfellene. Også OECDs retningslinjer legger vekt på at en porteføljeinvestor må prioritere ressursbruken.

[1] Sustainability Accounting Standards Board (SASB) utvikler bransjespesifikke standarder for rapportering av informasjon om bærekraft av betydning for selskapers finansielle resultater. SASB-standardene forvaltes av International Sustainability Standards Board (ISSB) under IFRS Foundation.



Figur 22.1 Oversikt over Norges Banks prosesser for overvåking av bærekraftsrisiko

Kilde: Norges Bank.

Norges Bank overvåker daglig hendelser ved selskaper. Banken vurderer løpende hvilke hendelser som er relevante fra et finansielt ståsted. Slike vurderinger bygger i stor grad på skjønn. Denne overvåkingen har historisk hovedsakelig vært basert på informasjon fra leverandører som sammenfatter nyhetsstrømmer fra flere hundre kilder i sanntid. I de senere årene har kunstig intelligens ifølge banken spilt en betydelig større rolle i innhenting og analyse av informasjon og data om selskaper og hendelser. Det har gitt analytikere en bredere tilgang til informasjon om flere selskaper.

Banken overvåker også risiko særskilt knyttet til selskaper og bransjer der forretningspraksis kan true fondets langsiktige verdier. Metodene for å innhente og vurdere informasjon tilpasses det enkelte temaet. Eksempler på saker banken har vurdert er forbrukslån med høye renter og kostnader, kritikkverdige forhold ved privat sykehjemsdrift og bruk av tvangsarbeid i enkelte bransjer.

Norges Bank har hatt et spesielt søkelys på selskaper som har forretningsforbindelser til områder i krig og konflikt. Slike selskaper skal i henhold til OECDs retningslinjer og UNGP utøve særskilt aktsomhet. I 2025 utviklet Norges Bank en modell basert på kunstig intelligens for å identifisere selskaper med virksomhet knyttet til krig og konflikt. Modellen ble utviklet for å overvåke selskaper med tilknytning til krigen i Gaza. Den er siden blitt utvidet til å dekke flere konflikter.

Informasjonen fra risikoovervåkingen deles med porteføljeforvalterne og kan føre til beslutninger om å ikke kjøpe eller til at aksjene blir solgt. Eierskapsutøvelse er likevel bankens foretrukne virkemiddel for større selskaper med høy risiko. Dersom selskapet iverksetter tiltak som reduserer risikoen, vil i praksis også risikoen for fondet reduseres.

Eierskapsutøvelse er spesielt relevant der selskapet følges jevnlig av en porteføljeforvalter eller eierskapsavdelingen, og der det er etablert en god relasjon til selskapet.

Boks 22.4 Data om bærekraft

Norges Bank benytter data om bærekraft fra store internasjonale leverandører, blant annet MSCI, Sustainalytics, Refinitiv og S&P Global. Dataene er basert på tre hovedkilder: i) selvrapporterte data fra selskapene, ii) tredjepartsdata fra andre kommersielle leverandører og iii) offentlige datakilder som nyhetsartikler, informasjon fra internasjonale organisasjoner, sosiale medier og satellittbilder. Leverandørene rangerer selskapenes rapportering og praksis. Slike rangeringer brukes til å lage finansielle produkter som aksjeindekser og fond, og de selges til forvaltere som ønsker å analysere sine egne investeringer.

Data om bærekraft som offentliggjøres av selskaper, skiller seg fra finansielle data ved at de i større grad er basert på skjønn og sjeldnere gjenstand for ekstern revisjon. Regulatoriske krav til rapportering om bærekraft varierer mellom ulike markeder og sektorer. I fravær av slike krav vil selskapenes egeninteresse til dels bestemme hvor mye og hvordan de velger å rapportere. I markeder der denne informasjonen er mindre etterspurt av investorer og andre interessenter, vil både omfang og kvalitet være svakere. Dette bidrar til stor usikkerhet forbundet med slike data. Risikobildet til ulike selskaper er sammensatt, og det er utstrakt bruk av skjønn i hvordan dataleverandører vekter, aggregerer og vurderer informasjon. Det er derfor krevende å sammenlikne og rangere bærekraftsrisiko på tvers av selskaper.

Dette bekreftes av studier som har sett på graden av samvariasjon mellom datapunkter levert av ulike leverandører som i utgangspunktet måler det samme. Studier viser at korrelasjoner mellom bærekraftsdata er vesentlig lavere enn data som benyttes for kredittvurderinger. Det kan i hovedsak forklares ut fra tre faktorer: i) det er ikke det samme som faktisk måles av de ulike leverandørene, ii) det benyttes forskjellige metoder og iii) det benyttes også ulike metoder for å vekte og aggregere elementene som inngår i målingene. Forskjellene i målemetode kan ifølge studiene forklare mer enn 50 prosent av avvikene. Når vurderingene fra ulike kilder varierer så mye som de gjør, må dataene brukes med varsomhet. Dette understreker behovet for å kombinere flere datakilder og å utvikle gode metoder for å aggregere og kvalitetssjekke bærekraftsdata.[1]

Norges Bank tar ingen beslutninger basert på bærekraftsdata fra eksterne aktører alene. Banken benytter interne data om fondets investeringer og eierskapsaktiviteter og kompetanse internt om selskaper, industrier og markeder. Dataene suppleres også med informasjon fra meglerhus, offentlige rapporter og registre, nyhetskanaler, forskningsrapporter og annet analysemateriell. Banken benytter videre data om bærekraft på markedsnivå fra nasjonale og internasjonale organisasjoner. Banken har utviklet beregningsmodeller for å fylle hull der det mangler tallfestede data. Kunstig intelligens brukes i økende grad til å sammenfatte data og informasjon fra flere offentlige kilder på tvers av språk. Banken må også bruke stor grad av skjønn.

[1] Berg mfl. (2022).

22.3.2 Nærmere om risikobaserte nedsalg

Risikobaserte nedsalg innebærer at Norges Bank selger aksjene i et selskap for å redusere porteføljens eksponering mot særlig høy bærekraftrisiko. Beslutningen er finansielt motivert og bygger ikke på tilråding fra Etikkrådet. Selskaper som selges på dette grunnlaget, forblir i referanseindeksen. Risikobaserte nedsalg er å anse som en av forvaltningens aktive strategier og skaper derfor avvik mellom fondets portefølje og referanseindeks. For å unngå store avvik fra referanseindeksen er risikobaserte nedsalg begrenset til små selskaper. De fleste selskapene som er solgt gjennom risikobaserte nedsalg, har en markedsverdi på under 300 millioner kroner. For større selskaper er eierskapsutøvelse det foretrukne virkemiddelet.

Norges Bank vurderer flere forhold når banken velger oppfølging av et selskap med høy bærekraftrisiko: selskapets finansielle betydning for fondet, risikoen for selskapets framtidige økonomiske stilling, om selskapet har iverksatt avbøtende tiltak og bankens kjennskap til og erfaringer fra dialog med selskapet.

Det er leder av NBIM som beslutter eventuelle risikobaserte nedsalg etter anbefaling fra risikoavdelingen. Ved nedsalg selges alle fondets aksjer i selskapet. Både interne og eksterne forvaltere pålegges å selge, og de kan ikke gjøre nye investeringer i selskapet.

Midlene som frigjøres ved nedsalg, brukes som hovedregel til å kjøpe flere aksjer i de andre selskapene i referanseindeksen i samme marked. Nedsalg skaper derfor ikke avvik mot geografiske vekter i referanseindeksen.

Norges Bank har samlet sett gjennomført 633 risikobaserte nedsalg i perioden 2012 til 2025. Av disse er 39 beslutninger opphevet på grunn av endret praksis i selskapene slik at grunnlaget for nedsalget ikke lenger har vært til stede. Risikobaserte nedsalg har bidratt positivt til avkastningen i fondet.

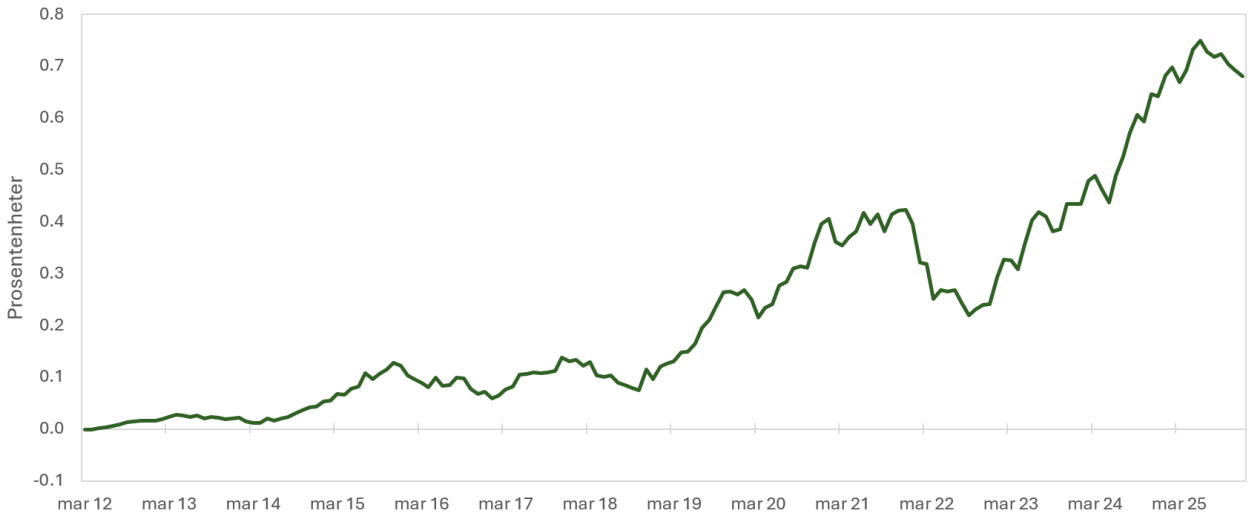
Det er delvis sammenfall mellom de temaene som Etikkrådet vurderer etter de etiske retningslinjene og de Norges Bank vurderer i prosessen for risikobaserte nedsalg. Både Etikkrådets tilrådinger og de risikobaserte nedsalgene er basert på vurderinger av selskapers håndtering av blant annet menneskerettigheter, hensyn til miljø, korrupsjon mv. Menon Economics[2] har pekt på at sammenfallet mellom de to virkemidlene har blitt større i takt med at banken har utviklet sitt arbeid med ansvarlig forvaltning over tid.

Det er likevel også viktige forskjeller. Etiske utelukkelser og risikobaserte nedsalg begrunnes ut fra ulike formål, og beslutningsprosessene er forskjellige. Mens det ved etiske utelukkelser er risikoen for grove brudd på grunnleggende etiske normer som vurderes, er det først og fremst risikoen for fondets verdiutvikling som ligger til grunn for risikobaserte nedsalg. Det kan finnes selskaper med betydelige bærekraftproblemer som ikke utgjør en finansiell risiko for fondet. Slike selskaper kan være aktuelle å vurdere etter de etiske retningslinjene, men de vil ikke nødvendigvis være aktuelle for risikobasert nedsalg.

[2] For mer informasjon, se Menon Economics (2024), «Undersøkelse av etterlevelse av rammeverk for observasjon og utelukkelse, og godkjenning av markeder og land», Menon-publikasjon nr. 81/2024.

Som for andre investeringsbeslutninger offentliggjør ikke Norges Bank selskapsnavn eller begrunnelser ved risikobaserte nedsalg. I den årlige rapporten om ansvarlig forvaltning gjør banken likevel rede for antall selskaper og hvilket bærekrafttema nedsalgene er begrunnet med.

Banken måler effekten av investeringsbeslutninger og investeringsstrategier som benyttes i forvaltningen, herunder av risikobaserte nedsalg. Risikobaserte nedsalg har siden 2012 bidratt positivt til avkastningen med 0,68 prosentenheter, eller 0,01 prosentenhet årlig, tilsvarende 12 milliarder kroner.



Figur 22.2 Virkning av risikobaserte nedsalg på avkastningen til referanseporteføljen for aksjer sammenliknet med en portefølje som ikke er justert for risikobaserte nedsalg.

Kilde: Norges Bank.

22.4 Særskilt eierskapsutøvelse etter de etiske retningslinjene

Fram til de midlertidige etiske retningslinjene trådte i kraft i november 2025, var det tre virkemidler som ble benyttet: observasjon, utelukkelse og eierskapsutøvelse. Etikkrådet ga råd om observasjon eller utelukkelse, og Norges Bank besluttet observasjon, utelukkelse eller eierskapsutøvelse. Henvisninger til de etiske retningslinjene i dette avsnittet er til retningslinjene slik de var før de midlertidige retningslinjene trådte i kraft.

Eierskapsutøvelse som en del av den ansvarlige forvaltningen beskrevet ovenfor kalles den «ordinære eierskapsutøvelsen». Norges Banks eierskapsutøvelse etter de etiske retningslinjene for observasjon og utelukkelse omtales som bankens «særskilte eierskapsutøvelse». Den konsentreres om de problemstillingene som Etikkrådet har tatt opp i tilrådingene. Eierskapsutøvelse som alternativ til observasjon og utelukkelse ble tillagt mer vekt i retningslinjene da beslutningsmyndigheten ble flyttet fra Finansdepartementet til Norges Bank i 2014. Intensjonen var å skape en «sammenhengende kjede av virkemidler» der Norges Bank skulle vurdere om eierskapsutøvelse var egnet før observasjon eller utelukkelse

eventuelt ble besluttet.[3] Mestadutvalget støttet i 2020 intensjonen om at virkemidlene burde ses i sammenheng og at eierskapsutøvelse var viktig.

Retningslinjene § 6 tredje ledd lyder: *«Før observasjon, utelukkelse eller oppheving av slike beslutninger etter § 6 første ledd besluttes, skal banken vurdere om andre virkemidler, herunder eierskapsutøvelse, kan være bedre egnet til å redusere risikoen for fortsatt normbrudd eller av andre årsaker kan være mer hensiktsmessige. Banken skal se de ulike virkemidlene den har til rådighet i sammenheng og benytte dem på en helhetlig måte.»*

Hovedstyret og tidligere Finansdepartementet har i behandlingene av Etikkrådets tilrådinger besluttet særskilt eierskapsutøvelse i stedet for utelukkelse eller observasjon i 13 tilfeller, se tabell 22.1. I oppfølgingen av disse selskapene setter banken konkrete mål og milepæler for en fastsatt periode, typisk 2 til 5 år, noen ganger opp til 10 år. Framdriften i eierskapsutøvelsen blir omtalt i bankens årlige rapport om ansvarlig forvaltning. Ved periodens slutt vurderes det om risikoen for de normbruddene som er identifisert av Etikkrådet, er tilstrekkelig redusert og håndtert av selskapet.

Selv om virkemiddelet er det samme, skiller den særskilte eierskapsutøvelsen etter de etiske retningslinjene seg fra den ordinære eierskapsutøvelsen. Formålet med den ordinære eierskapsutøvelsen er å støtte opp under fondets langsiktige avkastning. Den særskilte eierskapsutøvelsen er et virkemiddel for å unngå at fondet er investert i selskaper som forårsaker eller medvirker til grove normbrudd. Den særskilte eierskapsutøvelsen er derfor rettet inn mot en spesifikk problemstilling basert på Etikkrådets tilråding, og der banken er åpen overfor selskapet om at nedsalg kan bli et resultat dersom dialogen ikke fører fram.

Når Norges Bank mottar en tilråding om observasjon eller utelukkelse fra Etikkrådet, forbereder NBIM saken for hovedstyrets eierskapsutvalg. Eierskapsutvalget er et saksforberedende og rådgivende arbeidsutvalg under hovedstyret. NBIM gir ingen anbefaling til eierskapsutvalget, men søker å opplyse saken i tilstrekkelig grad. Det innebærer å undersøke om det foreligger informasjon som strider mot funnene til Etikkrådet i de kildene NBIM har tilgjengelige. Slike kilder inkluderer nyhetssøk, tredjepartsvurderinger og referater fra egne selskapsmøter. I noen tilfeller vil også interne porteføljeforvaltere som kjenner selskapet godt, konsulteres. Videre vurderer NBIM tilrådingen opp mot forarbeider og tidligere praksis. Til sist vurderer NBIM hvorvidt andre virkemidler kan være mer hensiktsmessige. Dette innebærer i hovedsak å vurdere om eierskapsutøvelse kan være effektivt.

Utover dette går ikke Norges Bank inn i de etiske vurderingene som ligger til grunn for tilrådingene. I behandlingen av den enkelte tilråding legger hovedstyret til grunn de føringene for utelukkelse som angis i retningslinjene. Dette inkluderer sannsynligheten for framtidige normbrudd, normbruddets alvor og omfang, forbindelsen mellom normbruddet og selskapet,

[3] Begrepet «sammenhengende kjede av virkemidler» stammer fra Strategirådets anbefalinger og ble omtalt i Meld. St. 19 (2013–2014); se også finanskomiteens merknader om ønsket samspill mellom virkemidlene i Innst. 200 S (2013–2014). I Meld. St. 21 (2014–2015) presiserte Finansdepartementet at målet om «en mest mulig sammenhengende kjede av virkemidler» innebærer at alle virkemidlene ses i sammenheng og brukes mest mulig hensiktsmessig. Formuleringen ble samtidig tatt inn i forvaltningsmandatet til Norges Bank.

samt om selskapet gjør det som med rimelighet kan forventes for å redusere risikoen for framtidige normbrudd. Det er her særlig sentralt å vurdere risikoen framover.

Ifølge retningslinjene skal eierskap vurderes for både kullkriteriet og de adferdsbaserte kriteriene. Eierskapsutøvelse er i praksis likevel hovedsakelig ansett som aktuelt for de adferdsbaserte kriteriene.

22.5 Rapportering

Norges Bank publiserer årlig en rapport om arbeidet med ansvarlig forvaltning. Banken har de siste årene også publisert en egen rapport om stemmegivingen og en rapport med klima- og naturinformasjon i tråd med rammeverk fra TCFD og TNFD. Framdriften i den særskilte eierskapsutøvelsen rapporteres i de årlige rapportene om ansvarlig forvaltning.

NBIMs hjemmeside gir nærmere informasjon om:

- Forventningsdokumenter
- Posisjonsnotater
- Stemmeintensjoner og faktisk stemmegivning
- Framdrift i dialoger
- Utelukkede selskaper under de etiske retningslinjene

22.6 Forskning på virkninger av eierskapsutøvelse

Mestadutvalget gikk i NOU 2020:7 *Verdier og ansvar* gjennom litteratur om hvilke effekter eierskapsutøvelse gir. Utvalget konkluderte med følgende:

> *«Uansett hvilke typer investorer man ser på, trekker forskningen i retning av at eierskapsutøvelsen bør være strategisk, ha spesifikke mål, bygge på ekspertise og ha tilstrekkelig med ressurser for å oppnå resultater. For at eierskapsutøvelsen skal være effektiv, bør de sakene investoren tar opp med selskapet ha troverdig støtte blant andre aksjonærer og det bør kunne sannsynliggjøres at selskapet, eller i hvert fall aksjonærene, har noe å vinne på å etterkomme investorens ønsker. Det er ikke etablert klare holdepunkter for at eierskapsutøvelse rettet mot sosiale spørsmål som for eksempel menneskerettigheter og miljøpåvirkning gir effekt. Både langsiktig generell eierskapsutøvelse for å bedre den allmenne markedspraksisen for selskapsstyring og spesialisert eierskapsutøvelse for å endre enkeltselskaper kan være effektiv.»*

Det er publisert mer forskning på området de siste fem årene. Mens Mestadutvalgets gjennomgang i hovedsak vurderte eierskapsutøvelse rettet mot selskapsstyring, er det nå kommet mer empirisk forskning på eierskapsutøvelse rettet mot miljøspørsmål. Utover dette er de viktigste tilleggene teoretiske bidrag og enkelte studier som spesifikt omhandler Norges Banks forvaltning av SPU.

Vi ser i dette avsnittet på hvilken effekt eierskapsutøvelse har for å oppnå uttalte mål. Vi ser ikke på virkning fra eierskapsutøvelse rettet mot å forbedre markedsstandarder eller reaksjoner i aksjekurser på eierskapsutøvelse eller utelukkelser.

Broccardo, Hart og Zingales (2022) bidro med en viktig teoretisk innsikt om at eierskapsutøvelse gjennom stemmegiving fra aksjonærer er mer effektivt enn nedsalg for å oppnå samfunnsmessig ønskede selskapsutfall. Empirisk forskning indikerer at nedsalg har begrenset effekt på selskapers kapitalkostnad, jf. omtale i kapittel 18.

Det er utført flere studier siden 2020 om virkningen av eierskapsutøvelse for å oppnå spesifikke mål. Hoepner et al. (2024) finner at eierskapsutøvelse innen miljø, samfunns- og selskapsstyringsforhold reduserer risiko for verdifall i selskapene, med størst virkning for eierskapsutøvelse på miljø- og klimaspørsmål. Barko, Cremers og Renneboog (2022) finner at om lag 60 prosent av eierskapsutøvelseskampanjene de studerte når minst ett av sine uttalte mål, og at vellykket eierskapsutøvelse følges av målbare forbedringer i såkalt ESG-rating. Derrien, Garel, Romec og Zhou (2025) undersøker BlackRocks klimadialoger og finner at målselskapene er mer tilbøyelige til å forplikte seg til vitenskapsbaserte klimamål.

Som ledd i evalueringen av fondets klimadialoger under klimahandlingsplanen for 2025 publiserte NBIM en studie som vurderte kvaliteten på selskapsmøter og utfall av disse dialogene. NBIM førte dialog med 59 selskaper om å innføre vitenskapsbaserte mål om netto nullutslipp innen 2050. Av disse innførte 17 prosent slike mål. Dette var en høyere andel enn i fire kontrollgrupper. Studien er basert på et begrenset antall datapunkter.

En fersk spørreundersøkelse gjennomført av Gjerde, Sautner, Wagner og Wegerich (2026) finner at 56 prosent av selskaper som NBIM har hatt dialog med, rapporterer at dialogen har påvirket deres strategier eller drift.[4] Fahlenbrach, Rudolf og Wegerich (2026) finner at NBIMs forhåndspublisering av sin stemmegiving mot styrets anbefaling fører til en gjennomsnittlig økning på 2,8 prosentenheter i motstemmer fra andre aksjonærer. Økningen i motstemmer mot styremedlemmer etterfølges av høyere utskiftning av styremedlemmer.

Et viktig forbehold er at disse studiene hovedsakelig måler endringer i retningslinjer og rapportering. Dette er variabler som i stor grad også gir utslag i selskapenes skår på miljø (E) og samfunnsforhold (S) i såkalte ESG-ratinger. Dokumentasjon på effekten på faktisk selskapsadferd er mer begrenset. Barko,, Cremers og Renneboog (2022) finner en samlet suksessrate på 60 prosent på tvers av 847 eierskapsutøvelseskampanjer. En kampanje regnes som vellykket dersom selskapet fullt ut etterkommer den uttalte forespørselen investoren satte ved oppstart. Forespørsler fra investorer om vesentlige endringer i styret, selskapenes eiendeler eller drift relatert til miljø og samfunnsforhold har 16 prosentenheter lavere sannsynlighet for å lykkes enn forespørsler om økt rapportering. Selv om målemetodikken avviker noe, samsvarer de relative suksessratene godt med NBIMs evaluering av 867 mål i klimadialoger (NBIM 2025).

Derrien et al. (2025) gir støttende dokumentasjon: BlackRocks klimadialoger lyktes bedre med å oppmuntre selskaper til å sette vitenskapsbaserte mål om netto nullutslipp enn med å levere tilsvarende reduksjoner i utslippsintensitet i Scope 1 og 2. Sistnevnte var begrensede. En oversiktsstudie av Sautner (2025) kommer til samme overordnede konklusjon, dvs. at effektene av klimadialog ser ut til å være større på selskapers rapportering enn på endringer i

[4] Dette utgjør de 40 prosent av respondentene i utvalget som har opplevd investordialog om naturrelaterte tema.

faktisk drift. Dette nyanserer et tidligere funn av Dimson, Karakaş og Li (2015), omtalt i Mestadutvalgets rapport, om at det å fremme et konkret krav bidrar til å oppnå endring. Krav som er vanskeligere å imøtekomme, lykkes i et mindretall av tilfellene. De siterte studiene varierer i hvilken investor som er undersøkt, hvilken type forespørsler og temaer eierskapsutøvelsen har dreid seg om, periode og definisjon av suksess. Valg av periode har betydning ettersom selskaper i noen perioder er mer mottakelige for forespørsler som peker i samme retning som politiske endringer og andre interessenters krav, mens forespørselen i andre perioder kan møte sterkere motstand. Det er grunn til å være varsom med å generalisere bestemte tallfestede virkninger fra enkeltstudier.

Litteraturen peker også på andre forhold som henger sammen med vellykket eierskapsutøvelse. Både Barko, Cremers og Renneboog (2022) og NBIM (2025) finner at selskaper med høyere ESG- eller klimarating i utgangspunktet er mer tilbøyelige til å imøtekomme investorens forespørsel. Dette skyldes trolig at slike selskaper har bygget opp bevissthet og intern kapasitet til å følge opp forespørsler i eierskapsutøvelsen. Både NBIM (2025) og Dimson, Karakaş og Li (2015) peker på selskapets størrelse som en betingelse for suksess. NBIMs data viser at suksessraten er høyere for selskaper med høy markedsverdi enn for selskaper med lav markedsverdi. Dimson finner en positiv sammenheng mellom selskapsstørrelse og sannsynligheten for vellykket eierskapsutøvelse, i tråd med større organisatorisk kapasitet og skalerbarhet i større selskaper.[5] Både Barko, Cremers og Renneboog (2022) og Dimson, Karakaş og Li (2015) finner i tillegg at tidligere vellykket eierskapsutøvelse med samme selskap øker sannsynligheten for vellykket eierskapsutøvelse i etterfølgende tilfeller.

Den gjennomgåtte litteraturen tyder på at eierskapsutøvelse kan være virkningsfullt. For eierskapsutøvelse rettet mot spesifikke selskapsendringer oppnås full suksess på alle uttalte mål bare i et mindretall av tilfellene. Effekten varierer systematisk med hva som etterspørres og med målselskapet. Nyere studier viser at eierskapsutøvelse oftere lykkes i saker om forbedret rapportering, overfor større selskaper og selskaper som allerede har kapasitet til å imøtekomme forespørslene.

To begrensninger ved de akademiske studiene er verdt å trekke frem. For det første kan forskere bare studere det som er gjort tilgjengelig for dem. Eierskapsutøvelse foregår typisk i fortrolighet mellom investorer og selskapsstyrer, og de data som deles med forskere, kan være selektive. Datasett som dekker forholdsvis mer vellykkede dialoger, kan ha større sannsynlighet for å bli gjort tilgjengelige, slik at den publiserte dokumentasjonen kan gi et øvre estimat for effekten av eierskapsutøvelse. For det andre er samspillet mellom utelukkelser og eierskapsutøvelse som del av en koordinert tilnærming ikke tilstrekkelig utforsket, trolig fordi slik kombinert bruk er sjelden i praksis eller dårlig dokumentert.

[5] En større eierandel kan intuitivt forventes å forsterke effekten av eierskapsutøvelse, og NOU 2020: 7 viser til støttende dokumentasjon om blockholders (eiere av større aksjeposter). Barko, Cremers og Renneboog (2022) finner imidlertid ingen sammenheng mellom vellykket eierskapsutøvelse og andelen aksjer eid av aktivisten, og det er dokumentasjon fra etter 2020 om at også store passive investorer kan oppnå endring i selskaper (Derrien et al. 2025).

22.7 Endringer i rammebetingelser for eierskapsutøvelse

Reglene for aktivt eierskap, stemmerådgiving og virkemidler for å håndtere bærekraftsrisiko er strammet til i enkelte land den senere tiden. Endringene har vært størst i USA, men også i Europa og Asia er rammebetingelsene endret.

USA

USA har tradisjonelt hatt et rammeverk som har gitt støtte til investorers eiermakt. For eksempel har USA hatt en av de laveste tersklene for å kunne fremme aksjonærforslag, og dette virkemiddelet har derfor blitt brukt langt mer her enn andre steder. Omkring 75 prosent av SPUs stemmegiving i saker om bærekraft har derfor vært i amerikanske selskaper. De siste årene har rammene endret seg betraktelig. Nye delstatslover og rettsavgjørelser har bidratt til økt prosessrisiko og større usikkerhet rundt eierskapsutøvelse i det amerikanske kapitalmarkedet.

Securities and Exchange Commission (SEC), som har ansvar for den føderale reguleringen av det amerikanske verdipapirmarkedet, har de siste årene endret sentrale regler som påvirker hvordan eierskap kan utøves. For eksempel har SECs klassifisering av en «aktiv» investor tradisjonelt vært rettet mot investorer som aktivt søker kontroll over et selskap. I februar 2025 publiserte SEC en fornyet tolkning som sa at investorer med en eierandel på mer enn fem prosent og som utøver press på ledelsen, særlig om ESG-temaer, kan reklassifiseres fra «passiv» til «aktiv». Denne endringen markerer et skifte i hva som anses som aktivisme. Endringen kan innskrenke investorers mulighet til å påvirke selskapers håndtering av bærekraftrisiko av frykt for å bli definert som aktivistisk, med tilhørende økte krav til rapportering mv.

Terskelen for å kunne fremme aksjonærforslag har også blitt endret. I 2025 gjeninnførte SEC en snevrere tolkning av hvilke forslag som er akseptable. Det er blitt gjort lettere for selskaper å avvise forslag som ikke har en tydelig kobling til kjernevirksomheten. Mer enn en femdel av aksjonærforslagene om bærekraft ble avvist samme år som SEC strammet inn på reglene.[6]

Rammene for bruk av stemmerådgivere er også blitt strammere. Stemmerådgivere, som ISS og Glass Lewis, gir råd og anbefalinger til investorer og bidrar til å gjennomføre stemmegivingen på vegne av institusjonelle investorer. Disse selskapenes rolle er nå et omstridt punkt i diskusjonen om investorers påvirkningskraft. President Trump ba i en presidentordre i desember 2025 SEC og Federal Trade Commission (FTC) gå gjennom rådgivernes rolle med sikte på å begrense «politisk motiverte agendaer».

Parallelt med disse endringene på føderalt nivå har en rekke delstater endret sine retningslinjer for investorers rammebetingelser. For eksempel vedtok Texas i 2025 en lov som krever betydelig høyere grense for eierandel eller investert beløp for å ha adgang til å fremme aksjonærforslag. I Delaware ble det ved en lovendring i 2025 enklere å godkjenne

[6] ISS (2025), «2025 United States Proxy Season Review: Environmental & Social Issues», ISS Governance Insights, 30. oktober 2025.

transaksjoner med interessekonflikter. Endringen innskrenket videre aksjonærers innsynsrett i selskapsdokumenter.

Flere delstater har den senere tiden rettet søksmål mot store kapitalforvaltere. Bakgrunnen for disse søksmålene er blant annet anklager om press mot kullselskaper for å oppnå klimamål om netto nullutslipp.

Endringene i USA innebærer en liten, men gradvis dreining fra en investororientert modell til en som gir noe mer makt til selskapene. Det er dog fortsatt et stort rom for eierskapsutøvelse i USA, om enn noe innsnevret rundt miljø og sosiale hensyn.

Europa

EU har de senere årene innført en rekke krav til selskapers håndtering og rapportering av bærekraftsrisiko.[7] Det er lagt vekt på åpenhet, regulering og harmonisering på tvers av landegrensene. Rammene for eierskapsutøvelse har vært gode.

Disse initiativene har samtidig vært gjenstand for betydelig debatt, særlig med tanke på omfang og konsekvenser for konkurransekraften. På denne bakgrunn vedtok EU-parlamentet i 2025 Omnibus I-direktivet som fjernet og forenklet deler av kravene.

Regelverket på dette området er fortsatt omstridt, men rammene for eierskapsutøvelse er fortsatt gode.

Asia

I Asia har rammene for eierskapsutøvelse tradisjonelt vært mindre utviklet enn i USA og Europa, med svakere rettigheter for minoritetsaksjonærer og færre rapporteringskrav til selskaper. De siste årene har flere land styrket kravene om åpenhet og selskapsstyring for å tiltrekke utenlandske investorer.

Japan har for eksempel oppdatert sine Stewardship Code og Corporate Governance Code for å styrke investordialog og uavhengighet i styrene.

Sør-Korea har lansert Corporate ValueUp Program og vedtatt lovendringer som fremmer minoritetsaksjonærers rettigheter og stiller tydeligere krav til rapportering.

Kina har gått i motsatt retning og strammet inn på tilgang til selskapsdata for utenlandske investorer. Utenlandske investorers muligheter for løpende dialog med selskaper er blitt svekket.

Samlet sett beveger Asia seg gradvis mot sterkere selskapsstyring og større rom for eierskapsutøvelse, men utviklingen varierer mellom land og skjer innenfor mer kontrollerte politiske rammer enn i USA og Europa.

[7] Jf. blant annet Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) og European Sustainability Reporting Standards (ESRS).

Tabell 22.1 Oversikt over særskilte eierskapsutøvelser under de etiske retningslinjene

Selskapsnavn	Periode for dialog	Tematikk	Resultat av eierskapsutøvelse
Monsanto Co.	2007–2008	Barnearbeid i bomullsfrøproduksjon i India	*Avsluttet*. Dialog gjennom bransjesamarbeid for å bekjempe barnearbeid i frøsektoren. Ekstern vurdering viste at barnearbeid ble redusert fra ca. 30% til 2-4% av arbeidsstyrken hos selskaper med tiltak.
Eni SpA	2013–2024	Alvorlig miljøskade fra oljeutvinning i Nigerdeltaet, Nigeria	*Avsluttet*. Omfattende dialog over lang tid. Selskapet gjennomførte tiltak for å håndtere oljesøl, men ble betydelig påvirket av oljetyveri og sabotasje. Solgte i 2024 datterselskapet som opererte olje- og gassvirksomhet i Nigerdeltaet til lokale operatører.
Royal Dutch Shell PLC	2013–2026	Alvorlig miljøskade fra oljeutvinning i Nigerdeltaet, Nigeria	*Avsluttet*. Omfattende dialog over lang tid. Selskapet gjennomførte tiltak for å håndtere oljesøl, men ble betydelig påvirket av oljetyveri og sabotasje. Selskapet solgte i 2025 datterselskapet som opererte olje- og gassvirksomhet i Nigerdeltaet til lokale operatører.
AngloGold Ashanti Ltd	2013–2022	Alvorlig miljøskade fra gruvedrift i Ghana	*Avsluttet*. Punktvis og åpen dialog. Selskapet viste god fremdrift i opprydning av historisk forurensing og modernisering av nåværende drift.
Eni SpA	2017–2019	Grov korrupsjon	*Avsluttet*. Hyppig dialog over kort periode. Selskapet gjorde flere forbedringer i sine antikorrupsjonsprogrammer og iverksatte i stor grad tiltak på områder fremhevet av Etikkrådet.
Saipem SpA	2017–2019	Grov korrupsjon	*Avsluttet*. Hyppig dialog over kort periode. Selskapet gjorde flere forbedringer i sine antikorrupsjonsprogrammer og iverksatte i stor grad tiltak på områder fremhevet av Etikkrådet.
UPL Ltd	2018–2023	Barnearbeid i frøproduksjon i India	*Avsluttet*. Omfattende og konstruktiv dialog. Selskapet innførte retningslinjer og systemer for å forebygge, oppdage og håndtere bruk av barnearbeid. Bekreftet av eksterne undersøkelser.
PetroChina Co Ltd	2020–2023	Grov korrupsjon	*Avsluttet*. Begrenset dialog. Selskapet tok skritt for å styrke sine antikorrupsjonsretningslinjer og -program.
Thyssenkrupp AG	2021–2024	Grov korrupsjon	*Avsluttet*. Åpen og jevnlig dialog. Selskapet styrket sitt antikorrupsjonsprogram betydelig. Bekreftet av ekstern evaluering.
Bolloré SE	2024–2025	Arbeidsforhold på oljepalmeplantasjer i Kamerun	*Avsluttet*. Flere forsøk på dialog ble gjennomført uten hell. Hovedstyret besluttet å utelukke selskapene.
Compagnie de l'Odet SE	2024–2025		

Selskapsnavn	Periode for dialog	Tematikk	Resultat av eierskapsutøvelse
Rio Tinto PLC / Rio Tinto Ltd	2025-2030/35	Alvorlig miljøskade fra avskoging av intakt regnskog i Amazonas, Brasil	*Pågående*. Dialog påbegynt og målsettinger etablert.
South32 Ltd	2025-2030/35		

Tabellen viser alle tilfeller der Finansdepartementet (2007-2014) eller Norges Bank (2015-2026) har besluttet særskilt eierskapsutøvelse som virkemiddel i stedet for observasjon eller utelukkelse etter tilråding fra Etikkrådet.

Kilde: Norges Bank og Etikkrådet.

23 Utviklingen til de internasjonale kapitalmarkedene

23.1 Innledning

Statens pensjonsfond utland er blitt bygget opp i en periode det har vært mulig å etablere et globalt fond forvaltet fra Norge. Åpne kapitalmarkeder og en regelbasert internasjonal orden var forutsetninger for den investeringsstrategien fondet fikk. Dette er i endring. Det kan bli mer krevende å forvalte et fond med bred spredning globalt fra et lite land enn det har vært hittil.

Sverdruputvalget beskrev blant annet følgende i sin utredning om dette:

> *«En svekkelse av den internasjonale rettsbaserte orden øker usikkerheten for SPU. SPU investerer bare utenfor Norge og er følgelig helt avhengig av reguleringer og en velfungerende internasjonal orden.»*[1]

23.2 Fondet ble til i et gunstig tidsvindu

Et globalt fond forvaltet fra Norge forutsetter tilgang til kapitalmarkeder på tvers av land. Det var ikke tilfellet tidlig i den norske oljealderen.

Internasjonale lånemarkeder for stater og andre har eksistert siden middelalderen. Sentralbanker har plassert deler av sine reserver i utlandet siden siste halvdel av 1800-tallet, særlig i britiske statsobligasjoner eller kontanter i britiske banker. Kapitalen beveget seg forholdsvis fritt mellom land i tiårene før første verdenskrig.

Åpne kapitalmarkeder var likevel ikke normen gjennom 1900-tallet. Obstfeld og Taylor (2004) beskriver utviklingen som U-formet. De åpne kapitalmarkedene før første verdenskrig brøt sammen i mellomkrigstiden og kom ikke tilbake på samme nivå før på 1990-tallet. Som følge av de økonomiske problemene under depresjonen på 1930-tallet kom det krav om å regulere internasjonal handel. Sammen med handelsrestriksjonene innførte mange land begrensninger på valutahandel. Kapitalstrømmene mellom land falt markert på 1930-tallet.

Etter andre verdenskrig var det bred enighet om at restriksjonene som ble innført på nasjonalt nivå for varehandel, bidro til å forsterke den internasjonale nedgangskonjunkturen på 1930-tallet. I 1944 ble det derfor holdt en konferanse i Bretton Woods som la grunnlaget for en ny økonomisk verdensorden. Det internasjonale pengefondet (IMF) og Verdensbanken ble opprettet. Valutaene ble knyttet til dollar innenfor faste, men justerbare kurser. Keynes og White, de to sentrale arkitektene bak avtalen, var uenige om mye. Men de var enige om at fri bevegelse av kapital ikke lot seg forene med både faste valutakurser og en selvstendig pengepolitikk. To av de tre hensynene kunne oppfylles samtidig, men da måtte det tredje

[1] NOU 2022: 12 Fondet i en brytningstid, avsnitt 7.6.

vike. IMFs vedtekter ga derfor medlemslandene adgang til å regulere kapitalbevegelsene til og fra landet.[2] Bare betalinger for løpende transaksjoner kunne veksles fritt.

Reguleringene var i praksis nokså gjennomgripende og varige. Storbritannia holdt valutareguleringene fra krigen i kraft fram til oktober 1979. Japan hadde strenge reguleringer av kapital inn og ut av landet gjennom hele 1950-tallet og inn i 1960-tallet. Økt handel med flere grensekryssende betalinger la likevel grunnlag for større kortsiktige kapitalbevegelser. Det utviklet seg også et pengemarked i Europa med handel i dollar mot de ulike europeiske valutaene. I Norge og Sverige ble de innenlandske kredittreguleringene avviklet så sent som i 1984 og 1985. Reguleringen av kapitalbevegelser inn og ut av Norge ble avviklet i 1990.[3]

SPU kunne ikke ha eksistert i dagens form i denne perioden. Et statlig fond med et globalt mandat forutsetter markeder der store beløp kan plasseres i utenlandske aksjer og obligasjoner uten hindringer. Slike overføringer var forbudt eller sterkt begrenset i de fleste land. Om Norge hadde hatt oljeinntektene på 1960-tallet, ville det knapt vært likvide internasjonale aksjemarkeder tilgjengelig for Norge å plassere dem i.

Åpningen skjedde gradvis. Helleiner (1994) viser at liberaliseringen i hovedsak skjedde som følge av beslutninger i landene. Systemet med faste valutakurser mot dollar brøt sammen tidlig på 1970-tallet. Dette gjorde det mulig å kombinere selvstendig pengepolitikk med frie kapitalbevegelser. OECDs regelverk for liberalisering av kapitalbevegelser fra 1961 hadde ligget nokså ubrukt, men ble nå et sentralt referansepunkt.[4] I Europa ble frie kapitalbevegelser innført i 1990, og dette ble senere skrevet inn i EU-traktaten.[5]

Denne utviklingen ga også grobunn for en ny type investorer som vokste fram. Pensjonskasser og livsforsikringsselskaper fra flere land begynte å plassere en økende del av midlene sine i utenlandske aksjer og obligasjoner. De første statlige investeringsfondene var da allerede etablert. Kuwait opprettet et forvaltningsorgan i London alt på 1950-tallet, omorganisert til et investeringsfond i 1982. Abu Dhabi opprettet sitt fond i 1976.[6] Disse fondene ble i hovedsak investert i statsobligasjoner. De viste likevel at statlige reserver kunne forvaltes som finansielle porteføljer i internasjonale markeder.

I tillegg til at reguleringene ble tatt bort, var det viktig at markedene var tilstrekkelig likvide til å ta imot store beløp uten at kjøpene i seg selv flyttet kursene. Dette skjedde først med

---

[2] Det internasjonale pengefondets vedtekter (Articles of Agreement), artikkel VI seksjon 3 om kontroll med kapitaloverføringer. Bestemmelsen gir medlemslandene adgang til å iverksette de tiltak som er nødvendige for å regulere internasjonale kapitalbevegelser, men ikke slik at betalinger for løpende transaksjoner begrenses.

[3] Storbritannia opphevet de gjenværende valutareguleringene i 1979. I Norge ble den direkte reguleringen av bankenes utlån opphevet i 1984 og valutareguleringene i 1990.

[4] OECD, Code of Liberalisation of Capital Movements, OECD/C(61)96, vedtatt 12. desember 1961. Koden er et rettslig bindende instrument mellom medlemslandene.

[5] Rådsdirektiv 88/361/EØF av 24. juni 1988. Direktivet fastsetter full liberalisering av kapitalbevegelser mellom medlemslandene med virkning fra 1. juli 1990.

[6] Kuwait Investment Board ble opprettet i London i 1953 og videreført som Kuwait Investment Authority i 1982. Abu Dhabi Investment Authority ble opprettet i 1976.

veksten i aksje- og obligasjonsmarkedene gjennom 1980- og 1990-tallet. For det norske petroleumsfondet var dette avgjørende.

Lov om Statens petroleumsfond ble vedtatt i 1990, samme år som Norge avviklet det vesentlige av sin egen valutaregulering. Det første innskuddet i fondet kom i 1996. Aksjene ble vedtatt innført i fondet i 1997 og faset inn fra begynnelsen av 1998.[7] Da dette skjedde, var liberaliseringen av kapitalmarkedene i hovedsak gjennomført. Fondet gikk inn i et kapitalmarked som var mer likvid og mer tilgjengelige enn noen gang tidligere.

Sverdruputvalget beskriver den samme perioden slik (NOU 2022: 12, avsnitt 1.3):

> *«Fondet ble etablert under en bølge av internasjonal politisk optimisme og fremtidstro inspirert av kommunismens sammenbrudd, globaliseringens triumf, digitaliseringsrevolusjonen, troen på en stadig friere verdenshandel, økt økonomisk integrasjon, robuste multilaterale institusjoner, fredelig sameksistens, styrking av individets frihet, og en tro på en videre spredning av liberalt demokrati.»*

Utvalget peker samme sted på at utviklingen særlig kom små land med åpne økonomier til gode. Norge er et slikt land. Fondet er et tydelig uttrykk for hva utviklingen gjorde mulig.

23.3 Fondets tidlige leveår

De åpne markedene var ikke bare et resultat av at reguleringer ble fjernet. De hvilte på et rettslig rammeverk som ga investeringer over landegrensene forutsigbarhet og vern.

Verdens handelsorganisasjon trådte i funksjon 1. januar 1995 og overtok etter GATT fra 1947. Uruguayrunden utvidet regelverket til tjenester og til immaterielle rettigheter. Fra slutten av 1980-tallet vokste antallet bilaterale investeringsavtaler.

For internasjonale investorer var fire forhold ved dette regelverket særlig viktige. Det ga vern av eiendomsrett mot vilkårlig ekspropriasjon. Det ga likebehandling med innenlandske investorer. Det ga åpne og forutsigbare regler som dempet politisk risiko. Og det ga tilgang til nøytral tvisteløsning.

Regelverket hvilte samtidig på en forventning om at mer integrerte markeder og mer handel mellom land skulle trekke stater mot felles standarder for styresett, rettsstat og åpenhet. Det etiske rammeverket ble utformet i en tid der en slik fremtidstro dominerte. Det etiske rammeverket ble forankret i internasjonalt anerkjente normer som ga en felles målestokk å vise til og et felles sett forventninger til selskaper.

23.4 Bristende forutsetninger

Markedsintegrasjonen kom. Flere av de store framvoksende markedene tok i bruk markedsøkonomiske virkemidler, men rettsvern, åpenhet og uavhengige domstoler utviklet seg ikke i samme takt som handelen og kapitalstrømmene.

---

[7] Lov om Statens petroleumsfond, jf. Ot.prp. nr. 29 (1989–90) og Innst. O. nr. 32 (1989–90). Aksjeandelen på 40 prosent ble fremmet i St.meld. nr. 2 (1996–97) Revidert nasjonalbudsjett 1997.

I tillegg er flere andre forutsetninger blitt reversert. Tvisteløsningen i handelssystemet virker ikke lenger som forutsatt. Kontroll med handel og investeringer er blitt mer utbredt, også mellom land som står hverandre nær. Sikkerhetshensyn har tidvis veiet tyngre enn hensynet til åpne markeder. Sanksjoner, eksportkontroll og toll er blitt mer vanlige.

Hvilke selskaper fondet kan eie, avgjøres i økende grad av sanksjoner og reguleringer. Når et selskap føres opp på en sanksjonsliste, tar indeksleverandørene det som regel ut av de brede indeksene. Da er selskapet også ute av fondets referanseindeks. Sanksjonene mot Russland i 2022 viste at det samme kan gjelde et helt marked. Landet ble tatt ut av de brede indeksene, og dermed også ut av fondets referanseindeks og investeringsunivers. Lærdommen for fondet er konkret. Et marked kan bli utilgjengelig på kort varsel. Kapital som allerede er plassert, kan bli frosset uten reell mulighet til å komme ut.

Finansdepartementet kan også selv velge å ikke automatisk følge indeksleverandørens indekser. Departementet besluttet i 2018 at nye markeder ikke skulle tas inn i fondets referanseindeks for aksjer selv om FTSE Russell tok dem inn i sine indekser. Dette var en beslutning basert på egne vurderinger.

23.5 Utviklingen siden 2022

Sverdruputvalget vurderte at normgrunnlaget for den ansvarlige forvaltningen var under press. Utvalget skrev blant annet:

> *«For SPU har også internasjonale normer, prinsipper og perspektiver på god selskapsstyring vært normgivende og førende for fondets ansvarlige forvaltning. Det vil kunne bli mer krevende for SPU å basere og forankre disse prinsippene dersom det blir mindre oppslutning og økt strid om hva som er rimelige normer og prinsipper for god selskapsstyring og -skikk. Det som før i noen grad var betraktet som universelle normer, kan i økende grad bli sett på som 'vestlige' eller norske normer.»*[8]

Utviklingen siden 2022 har fortsatt i samme retning som Sverdruputvalget pekte ut. Normgrunnlaget for ansvarlig forvaltning står ikke like støtt internasjonalt som for noen år siden. Det er kommet motreaksjoner, særlig i USA, se kapittel 27. Flere store forvaltere har trukket seg fra internasjonale investorallianser.

En voksende del av investeringsuniverset har i dag et svakere rettsvern. Ifølge Varieties of Democracy-instituttet i Göteborg (V-Dem) var det i 2024 flere autokratier enn demokratier, 91 mot 88. Det har ikke skjedd siden 2002.[9] Stater har i økende grad gått inn som eiere i selskaper, også i OECD-land. Amerikanske myndigheter har for eksempel eierandeler i selskaper i strategiske næringer og har tatt i bruk aksjeklasser som gir staten vetorett ved oppkjøp. Skillet mellom sivil og militær teknologi er ikke lenger like klart. Selskaper som leverer programvare og tjenester til alminnelig sivil bruk, leverer også til våpensystemer.

[8] NOU 2022: 12, avsnitt 7.6.

[9] V-Dem Institute (2025), Democracy Report 2025.

Verdens største selskaper utgjør en stadig større del av indeksen, se nærmere omtale i kapittel 18. De ti største står for rundt 40 prosent av det amerikanske aksjemarkedet, mot om lag 15 prosent i 2015

Fondet eier en liten del av nesten alle børsnoterte selskaper og bærer derfor denne skjevheten fullt ut. En større del av fondets verdi er dermed knyttet til noen få selskaper. Flere av dem kan bli satt under press til å bidra til egne myndigheters politikk.

23.6 Følger for markedsadgang og markedenes virkemåte

Bred spredning av investeringene forutsetter et bredt investeringsunivers. Statlige beslutninger kan snevre det inn. Det kan skje gradvis. Et lite fond som mister adgangen til et marked, kan enkelt plassere pengene et annet sted. Et så stort fond som SPU har ikke nødvendigvis den muligheten.

Usikkerheten om utviklingen framover kan fortone seg større i dag enn det en så for seg da fondet ble etablert. Oppslutningen om eiendomsrett, likebehandling, åpne og forutsigbare regler og nøytrale tvisteløsningsordninger er flere steder under press. Adgangen til markeder påvirkes av sanksjoner, eksportkontroll og kontroll med utenlandske investeringer.

Det er likevel grunn til å tro at land ser seg tjent med å gi adgang til kapitalmarkedene for utenlandske investorer. Stater trenger lån i internasjonale markeder, og selskaper trenger kapital. Stater er derfor varsomme med å gi grunn til usikkerhet og utslag i valutakurser, renter og aksjekurser. Tiltak mot enkeltinvestorer kan ikke desto mindre ikke utelukkes.

24 Endringer i handelsmønstre, verdikjeder og teknologi

24.1 Innledning

Handelsmønstre har endret seg over tid. Handelshindre er fjernet, og markeder er blitt mer integrerte, jf. kapittel 23. Globale verdikjeder er bygget ut, og nye land tar del i disse. Utviklingen av digitale teknologier har påvirket hva som kan handles og hvordan. Markeder og verdikjeder er blitt vevd inn i hverandre.

Globaliseringen har nå dels bremset opp. Geopolitiske spenninger og sikkerhetspolitikk bidrar til økt proteksjonisme og mer fragmenterte markeder. Den teknologiske utviklingen holder fortsatt et raskt tempo, blant annet innen kunstig intelligens.

Utvalgets mandat viser til at selskapers verdikjeder for produkter og tjenester ofte er komplekse, med mange underleverandører fra flere ulike land. Videre heter det:

> *«Skillet mellom militær og sivil teknologi viskes ut. Store teknologiselskaper som leverer produkter som er avgjørende for en lang rekke sivile formål, som dataprogrammer og tjenester de fleste bruker hver dag, leverer også produkter som brukes i våpensystemer. Det kan gjøre det mer krevende å trekke en klar grense for de atferdsbaserte kriteriene i retningslinjene.»*

Mandatet spør blant annet om det i større grad «*bør skilles mellom varer eller tjenester som er utviklet for og har en bestemt anvendelse og varer og tjenester som kan brukes til mye, men som også kan brukes i f.eks. forsvarsindustri*».

Dette kapittelet viser til sentrale utviklingstrekk ved handelsmønstre, verdikjeder og teknologi, med særlig vekt på det siste. De store teknologiselskapene er blitt del av nær all virksomhet i moderne økonomier. De bidrar til verdiskaping, produktivitet og nyskaping. Samtidig påvirker de samfunnsforhold, sikkerhet, miljø, klima og enkeltindividers rettigheter. Dette har også betydning for hvilke muligheter og begrensninger en global investor som SPU står overfor, både generelt og i den ansvarlige forvaltningen.

24.2 Økt globalisering og senere tilbakegang

24.2.1 Etterkrigstidens liberale handelsorden

Etter en periode med økende økonomisk samhandel og vekst før første verdenskrig gikk utviklingen i motsatt retning i mellomkrigstiden. Geopolitiske spenninger og mistillit mellom land bidro til dette. Etter andre verdenskrig var utviklingen igjen kjennetegnet ved økende globalisering med åpnere og friere markeder. Handelsbarrierer ble bygget ned. Det ble etablert felles regler med rettigheter og plikter for land.

Utviklingen i etterkrigstiden ble ledet an av liberale demokratier. Den var motivert ut fra at det gir gjensidige gevinster å åpne økonomiene for grensekryssende handel og investeringer. Økonomisk sammenveving mellom demokratier skulle gjøre konflikt mindre sannsynlig og

fremme velstand og stabilitet. Økt samhandel fremmer omstilling, høyere produktivitet og økt økonomisk vekst.

Det multilaterale handelssystemet ble grunnlagt med Generalavtalen om tolltariffer og handel, GATT, som 23 land undertegnet i 1947. Gjennom åtte forhandlingsrunder fram til 1994 falt industrilandenes tollsatser på industrivarer til under fire prosent.[1] Verdens handelsorganisasjon, WTO, erstattet GATT i 1995 og utvidet avtalen ved også å dekke handel med tjenester og immaterielle rettigheter. I tillegg kom et bindende tvisteløsningssystem på plass. Liberaliseringen av markedene for innsatsvarer var avgjørende for utviklingen av globale verdikjeder. Det ble da mulig å kjøpe deler og komponenter over landegrensene med lav toll.

24.2.2 Omstilling i både framvoksende økonomier og OECD-landene

Framveksten av internasjonale verdikjeder har gjort det lettere for framvoksende økonomier og utviklingsland å delta i den globale verdiskapingen. Deltakelsen har økt gradvis. Tettere samhandel har ført til at land løpende har kunnet hente ut fordeler av stordrift, lave kostnader og konkurranse. Denne utviklingen har lagt til rette for kraftige inntektsløft til store deler av verdens befolkning. De økonomiske gevinstene har vært særlig store i de landene som har åpnet opp. Forskjeller i velstandsnivå mellom land er redusert.

Virkningen for verdensøkonomien var særlig stor da Kina ble medlem av WTO i 2001. Kinas andel av global vareeksport steg fra 4,3 prosent i 2001 til 14 prosent i 2015. Landet ble verdens største vareeksportør i 2009.[2] Sammensetningen av eksporten gikk raskt over fra enklere til mer avanserte produkter og teknologi. Mens maskiner og elektronikk utgjorde om lag 11 prosent av kinesisk eksport i 1990, økte andelen til om lag 42 prosent i 2015. Eksport av tekstiler, klær og brensel falt tilsvarende i perioden.[3]

Med deltakelse fra de framvoksende økonomiene i den globale økonomien økte tilgangen på billigere arbeidskraft markert. En rekke selskaper la produksjonen til de framvoksende økonomier. I flere OECD-land førte dette til økt ledighet og et press nedover på lønningene for mange arbeidstakere. Samtidig kom enkelte grupper i de øvre delene av inntektsfordelingen godt ut. Økte ulikheter innad i en rekke OECD-land har gitt grobunn for politiske reaksjoner og støtte til økt proteksjonisme.

24.2.3 Geopolitiske spenninger og fragmentering

De senere årene har tiltakende geopolitisk spenning og rivalisering mellom stormakter påvirket global handel. Både USA, Europa og Kina har innført restriksjoner på handel med avansert teknologi som mikrobrikker. Det er kamp om kritiske mineraler og ressurser.

---

[1] WTO, *Understanding the WTO*. Tollsatsene gjelder industrilandenes satser på industrivarer.

[2] WTO, International Trade Statistics 2002, tabell I.5, og WTO, World Trade Statistical Review 2016. Andelen for 2015 er 14 prosent avrundet, 13,7 uavrundet.

[3] UN Comtrade. Maskiner og elektronikk er her kapittel 84 og 85 i det harmoniserte systemet (HS). Tallet for 1990 er beregnet fra verdens import fra Kina, siden Kina ikke rapporterte til Comtrade før 1992.

Dersom markeder koples fra hverandre langs ideologiske og politiske skillelinjer, kan handel bli omdirigert til nye land. Regionale handelsblokker kan bli flere. Den økonomiske veksten globalt vil hemmes av en slik utvikling. For et fond som SPU vil avkastningen kunne påvirkes negativt. En frakopling mellom markeder vil dessuten kunne begrense SPUs mulighet for geografisk spredning av investeringene, se også omtale i kapittel 23. Politiske utviklingstrekk de senere årene er nærmere omtalt i kapittel 25.

24.3 Globale verdikjeder og digital handel

24.3.1 Verdikjedenes framvekst og struktur

Globalisering og økt handel ga som vist til ovenfor grobunn for at globale verdikjeder kunne vokse fram. I stedet for at ett land eller én bedrift produserte ferdigvarer fra begynnelse til slutt, ble det mer vanlig å bryte produksjonen opp i flere trinn. Trinnene kunne utføres av aktører i ulike land, koordinert av multinasjonale selskaper.

Flere forhold la til rette for en slik utvikling. Liberaliseringen under WTO åpnet som nevnt markedene for innsatsvarer. Transportkostnadene falt. Digitaliseringen gjorde det billigere å samordne produksjon over lange avstander. Og kapitalmarkedene ble åpnet, slik at multinasjonale selskaper kunne investere og etablere produksjon globalt, se også kapittel 23.

For avansert teknologi er verdikjedene særlig lange, med halvlederindustrien som det fremste eksempelet. Innsatsvarene til en typisk brikke krysser over 70 landegrenser før den ferdige komponenten leveres til sluttbruker. De samme avanserte brikkene som driver forbrukerelektronikk, datasentre og kunstig intelligens, er også avgjørende komponenter i moderne våpensystemer og militær kommunikasjon. Produksjonsprosessen involverer over 500 separate trinn, fra design og spesialutstyr til fabrikasjon og testing.[4] Design skjer i stor grad i USA, avansert utstyr produseres i hovedsak i Nederland og Japan, mens den mest avanserte fabrikasjonen skjer i Taiwan og Sør-Korea. Det taiwanske selskapet TSMC produserer alene over 70 prosent av verdens mest avanserte brikker, mens sørkoreanske Samsung er det klart nest største produksjonsselskapet. Nederlandske ASML er verdens eneste leverandør av de mest avanserte litografimaskinene som skal til for å produsere disse brikkene.

Mange av de store teknologiselskapene designer brikkene selv, mens produksjon skjer hos aktører som TSMC. Apple er et eksempel på et slikt selskap. Apple navngir 181 selskaper i 27 land og regioner som leverandører selskapet kjøper materialer, produksjon og montering direkte fra for sine produkter.[5]

Pandemien fra 2020 viste hvor følsomme slike kjeder er for avbrudd i ett enkelt ledd. Mangel på halvledere rammet produksjonen av biler og andre sammensatte produkter. I 2021 falt den

[4] Global Semiconductor Alliance og Accenture (2020), Globality and Complexity of the Semiconductor Ecosystem, februar 2020.

[5] Apple (2023), Supplier List, regnskapsåret 2023. Listen dekker etter selskapets egen opplysning 98 prosent av dets direkte innkjøp av materialer, produksjon og montering.

globale produksjonen av lette kjøretøy med opp mot 10 millioner enheter som følge av mangel på halvledere, og i 2022 med ytterligere rundt 3 millioner enheter.[6]

Kobolt er ett av flere kritiske mineraler som er sentrale for fornybarteknologi, herunder batterier, men også for annet avansert utstyr og elektronikk. Verdikjeden for kobolt er preget av mangel på sporbarhet og sterk geografisk konsentrasjon. DR Kongo står for over 70 prosent av verdens gruveproduksjon av kobolt. Kina står for over 80 prosent av raffineringen.[7] Verdensbanken peker på at transaksjoner tidlig i verdikjeden, fra utvinning til lokal oppkjøper, ikke dokumenteres i det hele tatt.[8] OECD peker på at raffinerte mineraler i praksis ikke kan spores til opprinnelsen etter smelting..[9] Kobolt fra utvinning som skjer med enkle, manuelle metoder, ofte av enkeltpersoner eller familier, registreres derfor gjerne i verdikjedene til de store gruveselskapene, til tross for selskapenes forsikringer om det motsatte.

Verdikjeden for tekstil og klær er et tredje eksempel på kompleksiteten i globale verdikjeder. Tekstilproduksjon er arbeidsintensiv og global. Mange merkevareselskaper har oversikt bare over sine direkte leverandører, ikke leddene bak dem. H&M er et av de største merkevareselskapene for såkalt «fast fashion». Selskapet er også blant bransjens mest åpne selskaper. Det eier ikke fabrikker selv, men oppgir navn og beliggenhet til over 1 000 leverandører i første ledd der klærne sys og enkelte leverandører i andre ledd.[10] Til sammenlikning offentliggjør for eksempel ikke luskusmerkevareselskapet LVMH noen leverandørliste. Konsernet oppgir i stedet materialspesifikke spesifiserings- og sporbarhetstall, herunder at henholdsvis 84 prosent av bomullen og 99 prosent av læret er sertifiset.[11]

Det er generelt vanskelig å kartlegge leverandørkjeder i tekstilindustrien, også for merkevareselskapene selv. Det gjør det utfordrende for dem å følge opp blant annet arbeidsforholdene lenger ned i kjeden. USA forbød i 2022 import fra selskaper som benyttet tvangsarbeid i Xinjiang-regionen. Siden har amerikanske tollmyndigheter tilbakeholdt flere tusen forsendelser av klær og tekstiler på grunn av utilstrekkelig dokumentasjon av

---

[6] S&P Global Mobility (2023), «The semiconductor shortage is — mostly — over for the auto industry», pressemelding 13. juli 2023.

[7] United States Geological Survey (USGS), Mineral Commodity Summaries (2026). DR Kongos andel gjelder gruveproduksjon i 2025 og er et anslag. Kinas andel gjelder raffinert kobolt i 2023.

[8] Verdensbanken (2021), Cobalt in the Democratic Republic of Congo: Market Analysis, juni 2021, s. 28–29.

[9] OECDs veileder om konfliktmineraler legger til grunn at mineraler i praksis ikke kan spores tilbake til opprinnelsen etter smelting, fordi raffinerte metaller går inn i markedet som små deler av ulike komponenter. Veilederens mineralspesifikke tillegg dekker tinn, tantal, wolfram og gull, ikke kobolt. Jf. OECD (2016), Due Diligence Guidance for Responsible Supply Chains of Minerals from Conflict-Affected and High-Risk Areas, tredje utgave.

[10] H&M Group, «Supply chain transparency», hmgroup.com.

[11] LVMH, *2025 Social and Environmental Responsibility Report* (Paris: LVMH, 2026)

opprinnelse.[12] Denne kinesiske regionen står for rundt 25 prosent av verdens bomullsproduksjon.[13]

24.3.2 Verdikjeden for globale digitale tjenester

En voksende del av det som krysser landegrenser, er tjenester. Kommersielle tjenesters andel av verdenshandelen steg fra 19 prosent i 1995 til 25 prosent i 2023. Økt digitalisering har ført til at stadig mer handel med tjenester leveres elektronisk uten fysisk tilstedeværelse. Digitale tjenester utgjør nå over halvparten av all tjenesteeksport.[14]

Det er flere typer tjenester som leveres digitalt. Den største gruppen er såkalte «andre forretningstjenester», herunder juridiske tjenester, konsulentvirksomhet, forskning og ingeniørtjenester. Denne gruppen utgjør over 40 prosent av digitalt levert tjenesteeksport globalt. Deretter følger databehandlingstjenester med rundt 20 prosent, finansielle tjenester med 16 prosent og lisensavgifter for immaterielle rettigheter med 11 prosent. Dette er tjenester der leverandør og kunde tidligere krevde fysisk nærhet, men som digitaliseringen har gjort det mulig å levere på tvers av landegrenser.

Europa står for over halvparten av verdens eksport av digitalt leverte tjenester, og OECD-landene til sammen for rundt tre firedeler. USA, Storbritannia og Irland er de tre største eksportørlandene. Enkelte framvoksende økonomier har likevel tatt en stadig større del av markedet ved å bygge opp spesialisert kompetanse. India er i dag er verdens fjerde største eksportør av digitalt leverte tjenester. Landets eksport av av IKT-tjenester økte fra om lag 5 milliarder dollar i 2000 til om lag 163 milliarder dollar i 2023. India har satset målrettet på IT-utdanning og engelskspråklig arbeidskraft.[15]

Denne formen for tjenestehandel kan være vanskelig å spore. En digitalt levert tjeneste etterlater ikke en forsendelse, en tolldeklarasjon eller en fysisk sporbar vare. Leverandørforhold kan dessuten endres raskt. Land søker å regulere denne handelen gjennom krav til hvor data kan krysse grenser, lagres og behandles. EUs personvernregelverk er her et eksempel.

---

[12] Uyghur Forced Labor Prevention Act (UFLPA), Pub. L. 117-78, vedtatt 23. desember 2021, med virkning fra 21. juni 2022. Tall for tilbakeholdte forsendelser er hentet fra U.S. Customs and Border Protections løpende oppdaterte UFLPA Statistics Dashboard.

[13] USDA Foreign Agricultural Service (2025), Cotton and Products Annual: China (Xinjiangs andel av Kinas bomullsproduksjon, 92,3 prosent i markedsåret 2024/25), sammenholdt med USDA Economic Research Service (2025), Cotton and Wool Outlook, mars 2025.

[14] WTO, *Data Blog: Thirty years of trade growth and poverty reduction*, 24. april 2024. Andelen gjelder kommersielle tjenester og dekker ikke tjenestehandel under «mode 3» i GATS, dvs. salg gjennom lokalt etablerte datterselskaper av utenlandske tjenesteselskaper. Samme kilde oppgir også tallene for digitalt levert tjenesteeksport (54 prosent av tjenesteeksporten og 13,8 prosent av samlet vare- og tjenesteeksport i 2023, opp fra 8 prosent i 2005). Fordeling mellom kategorier av digitalt levert tjenesteeksport er hentet fra WTO, *World Trade Statistical Review 2023*, og WTO/OECD, Balanced Trade in Services (BaTIS)-datasettet.

[15] Verdensbanken, eksport av IKT-tjenester, kalenderår. Serien er ikke sammenliknbar med indiske tall oppgitt for regnskapsår.

24.4 Utviklingstrekk i teknologisektoren

24.4.1 Innledning

Teknologiutviklingen har de senere årene vært en dominerende drivkraft for avkastning og verdsettelse i det globale aksjemarkedet. Den har virket både direkte gjennom veksten i teknologiselskapene selv og indirekte gjennom økte forventninger til produktivitetsgevinster i andre sektorer. Teknologisektoren kjennetegnes av høy innovasjonstakt, kapitalintensitet og økende konsentrasjon i et begrenset antall store selskaper. Flere av verdens største børsnoterte selskaper er teknologiselskaper, herunder selskaper som Nvidia, Alphabet, Apple og Microsoft.

Enkelte av de store teknologiselskapene kan ha en posisjon i markedet som likner monopol, dels som følge av en egen, dominerende plattform, dels som følge av teknologisk særstilling. Selskapene kan samtidig ha svært høy selskapsverdi og særegne risiko- og avkastningsprofiler. Utsiktene på mellomlang og lang sikt er usikre. Selskaper som i dag er små, men bygger på annen teknologi, kan vinne terreng på bekostning av dagens dominerende aktører. Dette har betydning for vurderingen av SPUs markedsspredning, se nærmere omtale i kapittel 18.

Begrepet «teknologisektor» har ikke en entydig definisjon. I dette kapittelet forstås teknologisektoren som virksomheter som utvikler og leverer digital teknologi og elektroniske systemer for behandling, lagring, overføring og anvendelse av informasjon. Teknologisektoren omfatter selskaper som produserer eller utvikler programvare, kunstig intelligens, skytjenester og digitale plattformer, halvledere (brikker) og fysisk infrastruktur.

24.4.2 Utviklingen de siste årene

Digitaliseringen av næringsliv og samfunn har, som vist til ovenfor, økt de siste tiårene. Kunstig intelligens (KI), skytjenester og globale digitale plattformer har vokst fram. Sektoren har fått økt geopolitisk og sikkerhetsmessig betydning blant annet ved at stormakter konkurrerer om kontroll over kritiske teknologier og ressurser.

Å ha kontroll over sentrale teknologier, datakraft og innsatsfaktorer er viktig for staters makt og handlefrihet. Digital teknologi kan legge til rette for økt overvåking og kontroll over informasjonsflyten i et samfunn. Dette kan i enkelte sammenhenger styrke autoritære styringsformer.[16] Eksportkontroll, digital suverenitet og autonomi har fått økt betydning i staters politikk.

Stater, selskaper og individer er blitt sårbare ved å gjøre seg avhengige av digitale verdikjeder. Nasjonal sikkerhet påvirkes blant annet av såkalte brytningsteknologier som kunstig intelligens og kvanteteknologi. De mest avanserte KI-systemene kan gradvis handle selvstendig. Kontrollen over dem er i seg selv blitt et sikkerhetsspørsmål ettersom kontrollmetodene ikke nødvendigvis holder tritt med kapasitetsveksten. Slike teknologier produseres og benyttes gjerne i sivil sektor, men brukes også militært til blant annet

[16] NOU 2022: 12 Fondet i en brytningstid, s. 115.

overvåking, autonome våpen og i nye former for digital krigføring.[17] Skillet mellom sivil og militær sektor viskes på denne måten ut.

Digitale plattformer og forretningsmodeller har bidratt til økt markedskonsentrasjon. Noen få store teknologiselskaper har fått betydelig markedsmakt gjennom nettverkseffekter og tilgang til store datamengder.[18]

Sverdruputvalget pekte i 2022 på disse utviklingstrekkene. Myndigheter må balansere hensyn til konkurranse, personvern og sikkerhet mot behovet for innovasjon og teknologisk utvikling.[19] Nasjonal regulering utfordres når økonomisk aktivitet i økende grad foregår på tvers av landegrenser og i flere jurisdiksjoner.

Utviklingen de senere årene tyder på at disse trekkene har vedvart og i flere tilfeller blitt forsterket. Enkelte teknologier har dessuten utviklet seg raskere enn antatt i 2022. Utviklingen av KI har i særlig grad skutt fart og fått bred anvendelse. Blant annet blokkjedeteknologi og desentralisert finans kan på den annen side ha utviklet seg noe langsommere enn antatt.[20]

24.4.3 Utviklingstrekk framover

Flere av utviklingstrekkene som Sverdruputvalget beskrev, forventes å forsterkes i årene framover. KI kan få stor betydning på mange områder, fra kunnskapsarbeid og programvareutvikling til forskning, industri, logistikk og forsvar.

Utbygging av digital infrastruktur innen blant annet skytjenester, cybersikkerhet og datasentre forventes å fortsette. Det samme gjelder satellittbasert infrastruktur og romteknologi for kommunikasjon, jordobservasjon og navigasjon. Parallelt kan nye teknologiske gjennombrudd også bidra til omveltninger innen områder som kvanteteknologi, romteknologi, autonome systemer, robotikk og bioteknologi. For eksempel kan kvanteteknologi på sikt utfordre krypteringssystemer, personvern og finansielle betalingssystemer.

Økt rivalisering mellom stormakter innebærer at flere land og regioner bygger egne kapasiteter. En slik utvikling kan gjøre nasjonalstater mindre sårbare, men svekker samtidig effektiviteten i globale verdikjeder og reduserer gevinster fra internasjonal spesialisering.

---

[17] NOU 2022: 12, s. 104.

[18] NOU 2022: 12, s. 84.

[19] NOU 2022: 12, s. 84.

[20] «Videre digitalisering, alene og i kombinasjon med brytningsteknologier som kunstig intelligens, blokkjedeteknologi, 5G og nye generasjoner av kommunikasjonsteknologi, kvanteteknologi og bioteknologi har brede bruksområder. Endringene de legger grunnlag for er både dyptgripende og vidtrekkende.» NOU 2022: 12, s. 84–85.

Etterretningstjenesten peker i sin siste åpne trusselvurdering på at næringsvirksomhet i Russland og Kina knyttes tett til stats- og samfunnssikkerhet.[21] Investeringer i kompetansebedrifter, kontrakter i kritisk infrastruktur og innpass i leverandørkjeder utnyttes for å nå sikkerhetspolitiske mål. Utbygging av digital infrastruktur kan gi tilgang til systemer for kommunikasjon og styring som benyttes til etterretning og påvirkning.

24.4.4 Nærmere om ulike kategorier teknologi og selskaper

24.4.4.1 Selskaper som produserer sentrale komponenter i moderne digitale systemer

Selskaper som produserer sentrale komponenter i moderne digitale systemer som halvledere og mikroprosessorer er blitt avgjørende for store deler av den teknologiske utviklingen. Slike komponenter utgjør i dag en kritisk basisressurs, tilsvarende rollen til stål, kull og olje i tidligere industrielle epoker. Selskaper som Nvidia, Taiwan Semiconductor Manufacturing Company (TSMC), Samsung og ASML er her sentrale aktører.

Nesten alle avanserte militære systemer, inkludert missiler, satellitter, radarer, droner og autonome systemer, er avhengige av avanserte halvledere. Samtidig er disse komponentene også avgjørende i sivil sektor, blant annet for mobiltelefoner, datamaskiner, medisinsk teknologi og transport.

Selskapene produserer normalt generiske komponenter uten spesifikk militær tilpasning. En rekke av produktene vil likevel være underlagt eksportkontroll både i USA[22] og i Europa[23], for eksempel avanserte brikker med høy regnekraft, høykapasitets-GPU-er og produksjonsutstyr for fabrikker som produserer mikrobrikker.

24.4.4.2 Selskaper som leverer sentral digital infrastruktur og teknologiske systemer

En annen kategori selskaper er de som leverer den digitale infrastrukturen og teknologiske systemer, som programvare, skytjenester, datasentre, kunstig intelligens og avansert dataanalyse, nettverksutstyr, IT-tjenester og systemintegrasjon. Selskaper som Microsoft, Amazon, OpenAI, Palantir og Alphabet er her eksempler.

Også dette er i stor grad generiske teknologiske løsninger med bred anvendelse på tvers av sektorer. Samtidig er produktene i økende grad integrert i militære systemer og operasjoner. Erfaringer fra nyere konflikter viser at moderne militære operasjoner gjennomføres med sammensatte systemer, der sensorer, beslutningsstøtte, målutvelgelse og effektorer inngår i integrerte operasjonskjeder. Digitale plattformer, skytjenester og analyseverktøy kan inngå som sentrale komponenter i slike kjeder, herunder for etterretning, målutvelgelse og

[21] Etterretningstjenesten (2026), FOKUS 2026 – Etterretningstjenestens vurdering av aktuelle sikkerhetsutfordringer

[22] Export Administration Regulations (EAR), 15 C.F.R. §§ 730–774, med Commerce Control List i del 774.

[23] Europaparlaments- og rådsforordning (EU) 2021/821 om kontroll med eksport av flerbruksvarer (dual-use), med tilhørende kontrollister i vedlegg I.

beslutningsstøtte. Dette innebærer at også teknologier som isolert sett framstår som sivile, kan være en forutsetning for gjennomføring av militære operasjoner.

I moderne krigføring er det ikke nødvendigvis enkeltvåpenet alene som er avgjørende for risikoen for sivile, men hvordan ulike kapasiteter kobles sammen og anvendes. Militært skilles det ofte mellom kapasiteter som har direkte virkning og såkalte muliggjørende kapasiteter ("enabling capabilities»). Sistnevnte kan for eksempel være kommando- og kontrollsystemer og vedlikeholds- og driftstjenester. Selv om slike kapasiteter ikke alene kan brukes til å utøve militær makt, kan de være nødvendige for operasjoner som har store konsekvenser for sivile.

En vid tolkning av muliggjørende kapasiteter vil kunne omfatte store deler av en moderne økonomi. I mange land er sivile virksomheter innenfor blant annet teknologi, logistikk og energi integrert i beredskaps- og forsvarsstrukturer.

Militære operasjoner har også historisk vært avhengige av sammensatte systemer av innsatsfaktorer, fra matforsyning, transport og kommunikasjonslinjer til etterretning og logistikk. Tilsvarende sammenkoblinger ser vi i sivil sektor. For eksempel har et gruveselskap eller en utbygger av et vannkraftanlegg behov for leveranser fra en rekke ulike selskaper i produksjonen av det ferdige produktet. I begge tilfeller skaper den gjensidige avhengigheten mellom aktørene komplekse nettverk hvor påvirkning og ulike grader av ansvar fordeles på tvers av selskapene og geografiske områder.

Verdikjedene synes å ha blitt mer komplekse i nyere tid. Det kan ha sammenheng med at de i økende grad befinner seg i den digitale verden. Verdikjedene er da vanskeligere å overskue utenfra, og utviklingen skjer raskt.

Skytjenester og kunstig intelligens kan brukes til overvåking og etterretning også utenfor militær sektor. Bruk av avansert dataanalyse, ansiktsgjenkjenning og kunstig intelligens kan innebære risiko for krenkelser av personvern og andre menneskerettigheter i stater med svak rettssikkerhet.

Kunstig intelligens kan inngå i autonome våpensystemer der algoritmer benyttes til å identifisere, velge og i noen tilfeller ta ut mål med begrenset eller uten direkte menneskelig kontroll. Slike systemer utfordrer grunnleggende prinsipper i humanitærretten, herunder kravet til distinksjon mellom sivile og militære mål, forholdsmessighet og nødvendige forholdsregler i angrep, jf. kapittel 10.

Kunstig intelligens kan også brukes for å påvirke demokratiske valg og meningsdannelse. Konsentrasjon av avansert KI-kapasitet hos et begrenset antall selskaper kan forsterke slike utfordringer. De mest avanserte modellene har vist seg å kunne handle på egen hånd over tid, og selskapene som utvikler dem, rapporterer selv at modellene i enkelte tilfeller søker å unngå kontroll fra selskapenes utviklere. Kontrollen med teknologien ligger i dag hos selskapene selv. KI utfordrer videre bruken av materiale som er opphavsrettslig beskyttet i treningen av modellene.

24.4.4.3 Selskaper som utvikler digitale tjenester og plattformer rettet mot forbrukere og virksomheter

En tredje kategori selskaper er utviklere av digitale tjenester og plattformer som operativsystemer, smarttelefonplattformer, telekommunikasjonstjenester, digitale betalingsløsninger, søkemotorer og sosiale medier rettet mot forbrukere og virksomheter. Eksempler her er Apple, Meta og Alphabet.

I krig og konflikt kan slike plattformer brukes av statlige og ikke-statlige aktører til å påvirke, rekruttere og koordinere handlinger. Dette stiller krav til selskapenes systemer for å håndtere risiko for at tjenestene benyttes i strid med humanitære eller demokratiske normer.

Det er økende oppmerksomhet om datasikkerhet og bruk av store mengder persondata, med betydning både for personvern og sikkerhet. Digitale plattformer kan benyttes til statlig overvåking, datatilgang og sensur, ofte gjennom nasjonale lovpålagte krav. I stater med svake rettsgarantier kan dette gripe inn i retten til privatliv og ytringsfrihet.

Flere av tjenestene er utformet med sterke insentiver for brukerengasjement og skaper avhengighet blant annet hos barn og unge. Dette har gitt opphav til søksmål og nye reguleringer i flere jurisdiksjoner. Slike forhold kan aktualisere spørsmål om selskapers ansvar for produktdesign og risikoreduserende tiltak.

Digitale tjenester inngår i økende grad i beredskap, krisehåndtering og sikkerhetskommunikasjon. Det bidrar til å viske ut skillet mellom sivil og strategisk eller kritisk digital infrastruktur.

Boks 24.1 Rombasert infrastruktur og teknologi

Samfunnet er i økende grad avhengig av rombaserte tjenester og infrastruktur, noe som gjør beskyttelse og robusthet i nasjonale romkapasiteter stadig viktigere. Satellittbaserte systemer for navigasjon (GNSS) og presis tidssynkronisering er avgjørende for global handel, finansielle systemer og digital infrastruktur, og bortfall av slike tjenester vil kunne medføre omfattende forstyrrelser. Parallelt med en sterk vekst i kommersielle satellittbaserte tjenester utvikles det også militære kapasiteter i verdensrommet, både i Norge og blant allierte land. Systemer plassert i bane spiller en sentral rolle for militære støttefunksjoner, herunder kommunikasjon, navigasjon og overvåking. Denne utviklingen innebærer at romsektoren i økende grad får en dobbelt karakter, der kommersielle og militære anvendelser virker sammen og gjensidig påvirker hverandre.[1]

[1] Etterretningstjenesten (2026), FOKUS 2026.

Boks 24.2 EUs virkemidler for teknologisk suverenitet og økonomisk sikkerhet

EU har de senere årene utviklet en bred verktøykasse for å styrke teknologisk suverenitet, robusthet i forsyningskjeder og kontroll over kritisk infrastruktur. Initiativer som European Chips Act (2023), statsstøtte, FoU-programmer og regulatoriske tiltak skal bidra til å øke egen produksjon, redusere avhengighet av tredjeland og bygge opp en europeisk verdikjede for halvledere. Dette suppleres av regulering rettet mot digitale markeder og teknologiutvikling (som Digital Markets Act og AI Act), samt økt bruk av konkurransepolitikk og standardsetting for å sikre kontroll over digitale økosystemer.

EU har videre innført en skjerpet investeringskontroll (FDI-screening) for at tredjelandsinvesteringer ikke skal true nasjonale sikkerhetsinteresser. I tillegg er eksportkontrollen av sensitiv teknologi og håndtering av risiko ved utgående investeringer skjerpet, jf. Economic Security Strategy fra 2023. Strategien søker å balansere et åpent marked med sikkerhet og markerer en dreining mot mer aktiv bruk av handelspolitikk, regulering og industrielle virkemidler for å ivareta europeiske strategiske interesser i en mer urolig verden.

Boks 24.3 Regulatorisk risiko og rettslig ansvar i teknologisektoren

Digitale plattformer og teknologiselskaper møter i økende grad rettslige og regulatoriske utfordringer fra myndigheter og forbrukere. I USA er det reist søksmål mot selskaper som Meta, Snap og Google, blant annet knyttet til påstander om at plattformdesign kan fremme avhengighet, særlig blant unge brukere, og påføre psykisk og sosial skade. Parallelt har konkurransemyndigheter i flere jurisdiksjoner intensivert håndhevingen av regelverk knyttet til markedsmakt og personvern.

Utviklingen indikerer en bredere dreining der digitale tjenester i økende grad vurderes etter prinsipper for produktansvar og samfunnsansvar, herunder knyttet til designvalg, risikohåndtering og forutsigbar bruk. Dette kan påvirke insentiver, produktutforming og det samlede risikobildet for teknologiselskaper, herunder økt eksponering for erstatningsansvar og regulatoriske inngrep.

Samtidig synliggjør konflikter, som den mellom det amerikanske forsvarsdepartementet (Pentagon) og KI-selskapet Anthropic i februar 2026, økende spenning knyttet til kontroll, ansvar og anvendelse av avansert teknologi. Det dreier seg blant annet om tilgang til og bruk av avanserte språkmodeller i militær sammenheng, herunder spørsmål om datatilgang, modellkontroll og etiske begrensninger.

Denne typen interessekonflikter kan gi opphav til regulatoriske mottiltak, kontraktsmessige tvister og politisk press, og bidrar til et mer komplekst risikobilde for selskaper som utvikler og leverer avansert teknologi.

Boks 24.4 Eksempel på utelukkelse for å levere overvåkningsteknologi

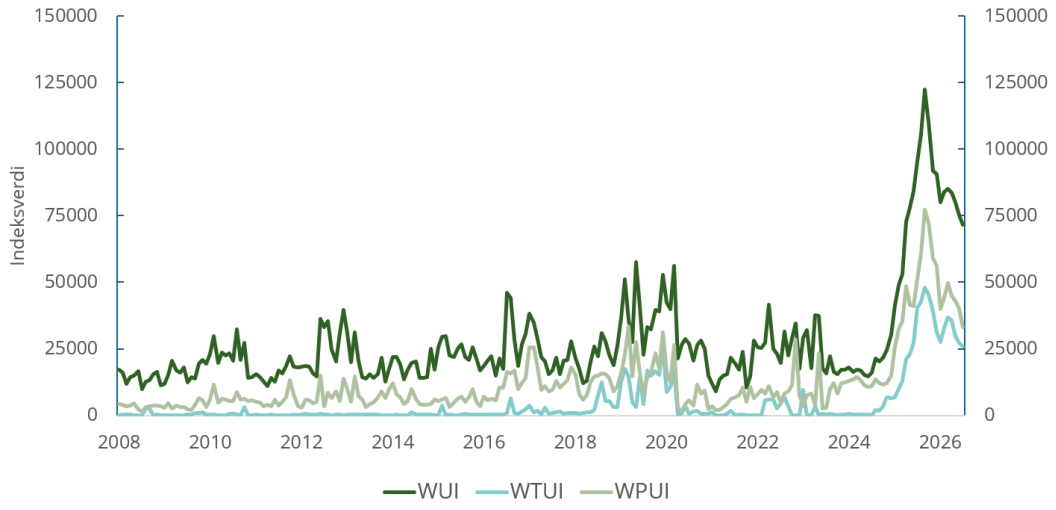
Selskapet Cognyte Software Ltd ble utelukket fra SPU i 2022 etter tilråding fra Etikkrådet. Cognyte leverte programvare for analyse av store datamengder for etterretnings- og sikkerhetsformål. Produktet gjorde det mulig å overvåke enkeltpersoner og grupper. Ifølge Etikkrådets vurdering forelå det en uakseptabel risiko for at selskapets produkter og tjenester hadde medvirket til grove menneskerettighetsbrudd, blant annet ved å styrke myndigheters evne til å overvåke journalister, politiske opposisjonelle og sårbare minoriteter i stater med svake rettssikkerhetsgarantier. Det ble vist til at flere av selskapets kunder var anklaget for alvorlige overgrep, inkludert vilkårlig arrestasjon, tortur og forfølgelse, og tilgjengelig informasjon indikerte ifølge Etikkrådet at teknologien kunne ha blitt brukt i slike sammenhenger.

25 Politisk utvikling ute og nasjonale interesser

25.1 Innledning

Sverdruputvalget utredet hvilken betydning politiske og økonomiske utviklingstrekk ute kunne få for forvaltningen av Statens pensjonsfond utland (SPU). Utvalget pekte på at geopolitiske spenninger, stormaktsrivalisering og fragmentering bidro til å gjøre verden til et mer krevende sted å forvalte et stort, globalt fond. Flere av de utviklingstrekkene som Sverdruputvalget beskrev i 2022, har vedvart og dels tiltatt siden da. Usikkerheten internasjonalt er høy, jf. figur 25.1.

Et etisk rammeverk for SPU bør kunne stå seg over tid og ta høyde for at verden også framover kan være krevende. Siden 2022 har markedsverdien av SPU nesten doblet seg. Fondets er blitt enda viktigere for finansieringen av norsk velferd, jf. kapittel 4. Risiko for fondet er en risiko for norsk økonomi og velferd.



Figur 25.1 Utvikling i usikkerhetsindekser for verdensøkonomien (WUI), verdenshandelen (WTUI) og global politikk (WPUI)

Indeksene måler hvor stor andel varianter av ordet usikkerhet (WUI), ordet usikkerhet nært et ord relatert til politikk (WPUI) og ordet usikkerhet nært et ord relatert til handel (WTUI) i Economist Intelligence Units kvartalsrapporter for 143 land. Indeksene er deretter skalert ved å multiplisere med 1 000 000. Høyere verdier indikerer økt global usikkerhet.

Kilde: World Uncertainty Index.

25.2 Utviklingstrekk etter 2022

25.2.1 Styresett videre i autokratisk retning

Sverdruputvalget pekte på at antallet stater med et demokratisk styresett var i tilbakegang, mens antallet autoritære stater lå stabilt eller økte. Tilbakegangen i demokratiske styresett var ifølge utvalget enda sterkere målt som et befolkningsvektet gjennomsnitt. Denne trenden har fortsatt siden utvalget la fram sin rapport i 2022.

Instituttet V-Dem klassifiserer nå et flertall av verdens land som autokratier: 92 autokratier mot 87 demokratier.[1] Undersøkelsen peker videre på at selv om mange land beholder klassifiseringen, er en rekke demokratiske land blitt mindre demokratiske og autokratiske land mer autokratiske.

Denne trenden har vart over lang tid. Demokratier vokste fram særlig fra slutten av 1970-tallet og nådde en topp i 2016.[2] Siden da har utviklingen gått motsatt vei. Situasjonen i verden i dag er omtrent tilbake der den var på 1970-tallet.

V-Dem-undersøkelsen klassifiserer demokratier etter kvalitet. Et liberalt demokrati rangerer høyest og er kjennetegnes blant annet av frie og rettferdige flerpartivalg, en sterk rettsstat, uavhengige domstoler og grunnlovfestede rettigheter for individer og minoriteter. USA er ikke lenger klassifisert som et liberalt demokrati.

Sverdruputvalget omtalte sammenhengen mellom demokratisering og økonomisk vekst, finansiell avkastning og ansvarlig forvaltning.[3] Utvalget fant ingen entydig empirisk sammenheng mellom demokratisering og finansiell avkastning. Ifølge utvalget var det likevel klart vanskeligere å drive en ansvarlig forvaltning i autokratiske land enn i demokratier. I autokratiske land er det mangelfull informasjon, begrensninger i investorers handlingsrom og risiko for inngripen fra stedlige myndigheter.

Siden om lag halvparten av fondets samlede investeringer er i USA, har utviklingen der særlig stor betydning for SPU. Utviklingen i USA kan også ha betydning i den grad den påvirker utviklingen i andre markeder fondet er investert i.

25.2.2 USAs rolle i en verden i endring

Tiårene etter andre verdenskrig var preget av amerikansk støtte til at internasjonale relasjoner baserte seg på regler. Internasjonalt samarbeid skjedde i utstrakt grad gjennom forpliktende deltakelse i internasjonale organisasjoner. Effektiviteten til systemet var nært knyttet til USAs aktive deltagelse. USA fungerte som garantist for en verdensorden de selv aktivt hadde formet. Skiftende amerikanske administrasjoner har gitt uttrykk for at USA i mindre grad enn tidligere kan og vil fungere som en slik ordensgarantist. Denne utviklingen har tiltatt de

[1] Nord mfl. (2026).

[2] Basert på et befolkningsvektet gjennomsnitt, se nærmere Nord mfl. (2026), s. 10. Tilsvarende landbaserte tall gir en tilbakegang til 1995, som også er betydelig.

[3] NOU 2022: 12 Fondet i en brytningstid, s. 116-117.

senere årene. USA har det siste halvannet året redusert eller trukket tilbake støtte til en rekke internasjonale organisasjoner.

USAs forhold til resten av verden er dermed i rask endring. På flere områder er likevel utviklingen en fortsettelse fra tidligere år. Et viktig område er Asia og stillehavsregionen. Presidenter fra begge partier har de siste ti årene forberedt og delvis gjennomført en forflytning av amerikansk tilstedeværelse og ressursbruk fra Europa til Asia.

Overfor Europa krever den amerikanske administrasjonen en endret byrdefordeling og bruker økonomiske virkemidler aktivt for å få gjennomslag for egen politikk. Toll som virkemiddel har fått større plass i den økonomiske politikken.

USA opptrer generelt mer transaksjonelt i forholdet til andre land og bruker blant annet toll og importreguleringer som virkemidler. Mens den internasjonale verdensordenen som ble utviklet etter andre verdenskrig har hatt et multilateralt perspektiv, har dagens USA ønsket å fjerne seg fra dette og basere seg på bilaterale forhandlinger hvor USA som stormakt legger til grunn at de har store fordeler. Denne strategien har påvirket USAs forhold til tradisjonelle samarbeidspartnere.

Amerikanske myndigheter og ledende politikere er i økende grad interessert i investeringspraksisen til store fondsforvaltere. Det er svakere oppslutning om normgrunnlaget for ansvarlig forvaltning, og utelukkelser har ført til reaksjoner, se kapittel 27. Samtidig er det økte forventninger om at fondsforvaltere i USA avstemmer investeringer i Kina og andre markeder med amerikanske myndigheter.

25.2.3 Sikkerhetspolitisk usikkerhet leder til vedvarende økte militærutgifter

Russlands invasjon av Ukraina har påvirket den sikkerhetspolitiske situasjonen i Europa betydelig. USAs krig mot Iran avdekker sårbarheter i globale handelsstrømmer og setter amerikanske ressurser under press.

I denne situasjonen er det bred enighet blant europeiske land om økt behov for opprustning av forsvaret. NATOs mål om endret byrdefordeling mellom Europa og USA bidrar her ytterligere. Samtidig har Kinas militærutgifter fortsatt å øke. Russland har satt hele sin økonomiske modell inn på å finansiere krigen i Ukraina. Ifølge tall fra Stockholm International Peace Research Institute (SIPRI) var globale militærutgifter i 2025 på det høyeste nivået siden instituttet begynte å føre systematisk oversikt på slutten av 1980-tallet.[4]

Skillelinjene mellom krig og fred utfordres. Hybrid krigføring er en aktuell trussel i en rekke nye domener, slik som det digitale.

25.2.4 Svekket internasjonalt samarbeid

Sverdruputvalget viste til en positiv sammenheng mellom fremveksten av demokrati og internasjonalt samarbeid. Demokratiske stater har mer inkluderende former for samarbeid og

[4] Stockholm International Peace Research Institute (2026), «Global military spending rise continues as European and Asian expenditures surge», pressemelding 27. april 2026.

er mer positivt innstilt til internasjonale organisasjoner. Det er derfor ikke overraskende at demokratiets tilbakegang og framvekst av autokratier svekker staters vilje til internasjonalt samarbeid. Selv om det er viktige unntak, har betydningen av store, multilaterale samarbeidsorganisasjoner som FN, Verdens handelsorganisasjon og Verdens helseorganisasjon blitt relativt sett mindre de siste årene. Flere av organisasjonene har store problemer som følge av manglende finansiering og vilje blant medlemsstatene til å reformere dem.

Samtidig som stormakter reduserer støtten til etablerte organisasjoner, etablerer de nye mekanismer med til dels overlappende mandat. Mange land, inkludert Norge, arbeider samtidig for å reformere og bevare de eksisterende organisasjonene. Utviklingen videre er usikker.

Den ansvarlige forvaltningspraksisen til Norges Bank hviler blant annet på et normgrunnlag utviklet innenfor FN og OECD. Begge er organisasjoner under betydelig press.

25.2.5 Klimaendringer og grønt skifte i en energikrise

Klimaendringer og tap av naturmangfold er blant vår tids største utfordringer. Utslipp av klimagasser og annen menneskelig aktivitet har rokket ved stabiliteten som har preget naturen siden forrige istid. Klimaendringer kan føre til sammenbrudd av viktige økosystemer. Det kan også true vilkårene for liv på jorden. Slike dramatiske konsekvenser vil også ha betydning for verdens verdiskaping. Det er derfor ikke tvil om at også SPU er eksponert for en betydelig finansiell risiko som følge av klimaendringer og naturtap.

Samtidig som verden står overfor en langsiktig klimakrise, preger knappheten på energi og tilhørende økning i energipriser internasjonale finansmarkeder. Høye energipriser har ledet til økt lønnsomhet og økte investeringer i ikke-fornybare energikilder. Overgangen til fornybare energikilder går saktere enn forventet.

En rekke land har innført ulike former for støtteordninger, også for ikke-fornybare energikilder, for å sikre en forutsigbar tilgang på energi. Andre land har senket ambisjonene for egen klimapolitikk. Også det internasjonale rammeverket, som Parisavtalen, er under press. Utviklingen kommer sterkt til uttrykk i USA, men det er også diskusjoner om ambisjonsnivået i klimapolitikken i europeiske og andre land.

For fondet er klimarisiko en finansiell risiko som er integrert i investeringsbeslutninger, risikostyring og den ansvarlige forvaltningen. Se nærmere omtale i boks 11.2.

25.2.6 Teknologiselskaper blir maktfaktorer

Utviklingen av kunstig intelligens har bidratt ytterligere til teknologiselskapenes vekst. Framskritt innenfor generativ kunstig intelligens krever betydelige investeringer. Store selskaper med finansielle muskler og teknologisk kompetanse har større sjanse for gjennombrudd.

Kunstig intelligens er en kraftig teknologi. USA og Kina kjemper om å lede an i utviklingen. Land i Europa er sårbare når de er avhengige av noen få selskaper som kontrollerer grunnleggende digital infrastruktur der det ikke foreligger realistiske alternativer.

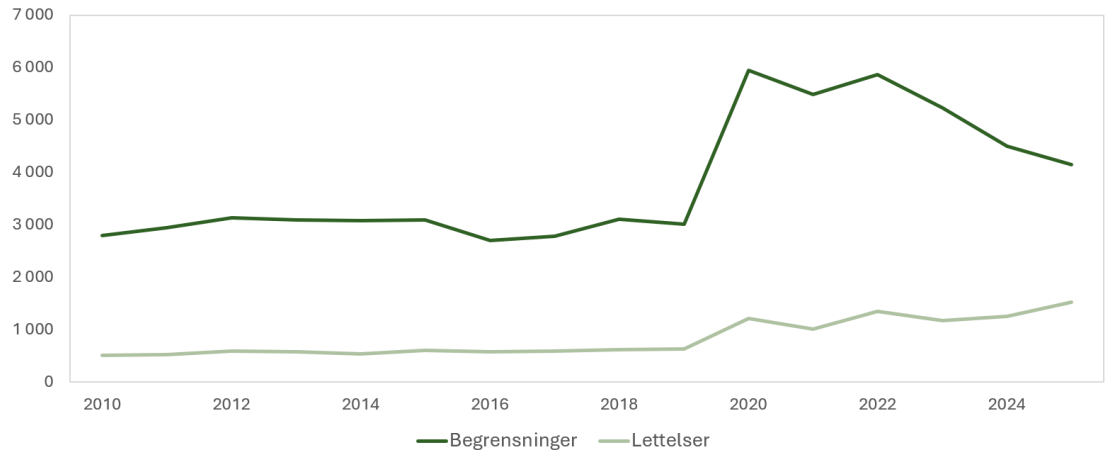
Kontroll over grunnleggende digitale tjenester som skytjenester, satellittkommunikasjon og de fremste KI-modellene gjør de store teknologiselskapene til betydelige politiske aktører. Det kan også forsterke avhengigheten av myndighetene i landet der de er hjemmehørende. Det er ikke gitt at de kraftigste språkmodellene forblir åpne og tilgjengelige for alle. Amerikanske myndigheter forbød eksport av Anthropics kraftigste språkmodell 12. juni 2026, men forbudet ble senere opphevet.[5] Beslutningen gjaldt all bruk av modellene for utenlandske statsborgere, både i og utenfor utenfor USA. Det inkluderte allierte statsborgere og land. Beslutningen illustrerer hvordan teknologiselskapene, og produktene de utvikler, har fått geopolitisk betydning.

25.2.7 Økt kontroll med handel og investeringer

Bruken av økonomiske virkemidler som toll, finansielle sanksjoner og eksport- og importkontroll for å nå geopolitiske mål betegnes som geoøkonomiske virkemidler. Bruk av slike virkemidler øker usikkerheten om økonomiske rammevilkår og har konsekvenser for handel og investeringer mellom land. Sverdruputvalget viste at antallet handelsrestriksjoner økte betydelig under Trumps første presidentperiode. Tiltak som begrenser internasjonal handel, har holdt seg på et høyt nivå, se figur 25.2.

Et vedvarende høyt nivå på handelsrestriksjoner er negativt for global verdiskaping. IMF anslo i 2025 at handelstiltakene som ble innført våren 2025, samlet ville redusere global verdiskaping med 0,4 til 1 prosent.[6]

Utenom USA og Kina er derimot handelsbarrierer blitt bygget ned. EU har nylig inngått frihandelsavtaler med den søramerikanske handelsblokken Mercosur og India. Tilsvarende har EFTA annonsert nye frihandelsavtaler med India, Vietnam og Mercosur.



Figur 25.2 Utvikling i handelstiltak globalt fra 2010 til 2025.

[5] Beslutningen ble truffet av det amerikanske handelsdepartementet, men ble aldri offentliggjort av amerikanske myndigheter. Store deler er beskrevet av Anthropic (2026), «Statement on the directive to suspend Fable 5 access», tilgjengelig fra anthropic.com.

[6] International Monetary Fund (2025), World Economic Outlook: A Critical Juncture amid Policy Shifts, april 2025, s. 34.

Kilde: Global Trade Alert.

25.2.8 Økt bruk av økonomiske sanksjoner

Finansielle sanksjoner er en sentral del av både sanksjonsprogrammene som er vedtatt av FNs sikkerhetsråd og andre unilaterale eller multilaterale sanksjonsprogram. USA og EUs bruk av sanksjoner og andre restriktive tiltak er særlig omfattende. EUs sanksjoner og restriktive tiltak har tidoblet seg i tiårsperioden fra 2015 til 2025.[7]

Finansielle sanksjoner påvirker aktiviteten til internasjonale selskaper. Omfattende sanksjonsprogram, som EUs sanksjoner mot Russland som følge av invasjonen av Ukraina, påvirker regionale handelsmønstre og økonomisk utvikling. Som en global investor må også SPU forholde seg til en rekke sanksjonsprogram.

Det er flere historiske eksempler på internasjonale tiltak og sanksjonsprogrammer som rammer statlige verdier eller pengestrømmer. Etter krigen i Kuwait vedtok FNs sikkerhetsråd i 1991 en mekanisme for krigserstatning som ble finansiert gjennom konfiskering av deler av Iraks petroleumsinntekter. Et mer nylig eksempel er vestlige lands beslutning om å immobilisere russiske statsmidler.[8] Tiltakene mot russiske statsmidler har ledet til en folkerettslig diskusjon om hvilken beskyttelse statlige midler nyter mot tvangstiltak fra andre land.[9]

Økt bruk av finansielle sanksjoner kan også ha bredere konsekvenser for globale handelsmønstre. Mindre handel mellom land som står langt fra hverandre verdimessig eller sikkerhetspolitisk, kan lede til økt samhandel mellom likesinnede land og regionale handelsblokker, se kapittel 24.

25.2.9 Statlig kontroll gjennom regulering og eierskap

Regulering av kapitalstrømmer mellom land er blitt bygget ned de siste tiårene. De senere årene har denne trenden stanset. Økt bekymring for økonomiske sårbarheter og press fra andre stater fører til økt kontroll med utenlandske investeringer. Det gjelder særlig investeringer i infrastruktur og andre sensitive sektorer.[10]

Betingelsene for tilgang til andre lands finansmarkeder kan også påvirkes av ønsker om å styre kapitalbevegelser for å begrense kostnadene av høy statsgjeld. Internasjonale finansmarkeder har de siste tiårene vært preget av liten kontroll med finansmarkeders prising

---

[7] EU Sanctions Tracker, data.europa.eu.

[8] Se nærmere om EUs beslutning om å immobilisere russiske sentralbankmidler, jf. pressemelding fra Rådet for Den europeiske union 28. februar 2022.

[9] For en nærmere redegjørelse for den folkerettslige diskusjonen, se blant annet International Institute for Strategic Studies (2024), On Proposed Countermeasures Against Russia to Compensate Injured States for Losses Caused by Russia's War of Aggression Against Ukraine, mai 2024, og European Parliamentary Research Service (2024), Legal options for confiscation of Russian state assets to support the reconstruction of Ukraine, PE 759.602.

[10] OECD (2025), FDI Regulatory Restrictiveness Index 2024: Key Findings and Trends.

av staters gjeldsrisiko. Det kan endre seg i møte med at risikopremien, i form av økte renter, øker i takt med økt gjeldsbyrde.

Stater kan også utøve kontroll over selskaper og internasjonale kapitalmarkeder gjennom eierskap. Direkte statlig eierskap i verdens største selskaper har økt betydelig de siste tiårene. Fra 2000 til 2023 økte antallet statseide selskaper blant verdens 500 største selskaper fra 34 til 126. Den samlede markedsverdien av selskaper med mer enn 25 prosent statlig eierskap utgjorde 12 prosent av samlet global markedsverdi i 2023.[11] Økt direkte statlig eierskap øker staters innflytelse over selskapene og markedene de opererer i. Blant annet OECD har påpekt at økt statlig eierskap kan være utfordrende for grunnleggende prinsipper for god selskapsstyring, slik som likebehandling av aksjonærer. Det kan også være utfordrende likebehandlingen av statlig og ikke-statlig eide selskaper.[12] Manglende likebehandling kan være negativt for andre investorer, slik som SPU.

Også globale leverandører av markedsindekser påvirkes av sanksjoner og påtrykk fra politiske myndigheter. Forbud mot investeringer kan tvinge fram endringer i indeksene. Russiske verdipapirer ble tatt ut av indeksene etter landets invasjon av Ukraina i 2022. I USA er det fremmet lovforslag som vil begrense hvilke markeder indeksene kan omfatte.[13] Sammensetningen av globale indekser kan også framover bli påvirket av enkeltlands politiske beslutninger

[11] OECD (2024b), Ownership and Governance of State-Owned Enterprises 2024, s. 8.

[12] OECD (2024b), s. 39.

[13] Se for eksempel S. 2046 No China in Index Funds Act, 119. kongress (2025).

26 Nærmere om tilpasninger ved situasjoner med krig og konflikt fram til nå

26.1 Innledning

Kapittel 12 viser hvilke kriterier i de etiske retningslinjene Etikkrådet har brukt når det har tilrådd observasjon og utelukkelse i situasjoner med krig og konflikt. Det er også vist til Etikkrådets og Norges Banks praktisering fram til nå.

I dette kapittelet omtales først hvilke selskaper som er utelukket etter de ulike kriteriene i ulike konflikter. Deretter omtales nærmere prosessen høsten 2025 i forbindelse med Israels krig i Gaza og opptakten til at utvalget ble oppnevnt.

26.2 Saker som er behandlet i situasjoner med krig og konflikt

26.2.1 Innledning

Som vist til i kapittel 12, er følgende kriterier i § 4 i retningslinjene anvendt i situasjoner med krig og konflikt:

> *«§ 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:*
> *[…]*
> *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*
> *[…]*
> *h. andre særlig grove brudd på grunnleggende etiske normer»*

Nedenfor omtales hvordan de er blitt anvendt.

26.2.2 Nærmere om anvendelsen av § 4 bokstav b

26.2.2.1 Innledning

Retningslinjene § 4 bokstav b omhandler selskaper som medvirker til krenkelser av individers rettigheter i krig eller konflikt. Kriteriet har vært del av retningslinjene siden 2004. Kriteriet har vært anvendt på selskaper med virksomhet knyttet til konfliktene på Vestbredden og i Gaza, Myanmar, Sør-Sudan og DR Kongo.

26.2.2.2 Vestbredden

Etikkrådets første tilrådinger kom i 2009 og omfattet israelske entreprenørselskaper som bygget ulovlige bosettinger på okkupert område. Etikkrådet mente det var en tett forbindelse

mellom selskapenes virksomhet og den israelske statens brudd på 4. Genèvekonvensjon. Dette er en bestemmelse som forbyr en okkuperende stat å overføre deler av egen befolkning til et område den okkuperer.

Senere er også selskaper som bygger og drifter kritisk infrastruktur, som veianlegg, energiforsyning og telekommunikasjon, blitt utelukket fra fondet etter anbefaling fra Etikkrådet. Dette gjelder infrastruktur som er nødvendig for å etablere og opprettholde de ulovlige bosettingene. Det er i tilrådingene lagt vekt på at disse selskapene på en uakseptabel måte har medvirket til den israelske statens brudd på folkerettens regler om okkupasjon.

Mestadutvalget drøftet om også banker og finansinstitusjoner burde kunne omfattes av kriteriet. Utvalget pekte på at prosjektfinansiering er en finansieringsform som under visse forutsetninger kan gi grunnlag for utelukkelse. I prosjektfinansiering har banker en nærmere tilknytning til et konkret prosjekt og mulighet til å stille krav til gjennomføringen. Med utgangspunkt i dette ble fem israelske banker utelukket fra fondet i 2025 etter anbefaling fra Etikkrådet.

Det amerikanske selskapet Caterpillar ble utelukket fra SPU i 2025 etter anbefaling fra Etikkrådet. Bakgrunnen for saken var at selskapet via amerikanske myndigheter leverte tunge anleggsmaskiner til det israelske forsvaret. Maskinene ble bygget om til militær bruk etter leveransen. Etikkrådet la i sin anbefaling vekt på at de ombygde maskinene spilte en sentral rolle i Israels omfattende og systematiske ødeleggelse av palestinsk eiendom på Vestbredden og i Gaza, og at omfanget av dette hadde økt betydelig i senere år. Videre la Etikkrådet vekt på at selskapet hadde kunnskap om mottakerens forventede bruk, og at leveransene skulle gjenopptas etter at amerikanske myndigheter hadde opphevet en midlertidig stans i salget av slike maskiner til Israel på grunn av måten de ble brukt på.

Saken vakte stor oppmerksomhet i USA og førte til reaksjoner fra amerikanske politikere. De kom med trusler om tiltak mot Norge om blant annet toll, restriksjoner på tilgang til det amerikanske kapitalmarkedet og visumnekt for de som forvalter fondet.

Etikkrådet opplyser i sin årsmelding for 2025 at etter de midlertidige retningslinjene som ble innført 7. november 2025, har rådet i tråd med retningslinjene oversendt en risikovurdering til Norges Bank om ytterligere selskap i fondets portefølje med tilknytning til bosettinger på Vestbredden.

26.2.2.3 Myanmar

Etter anbefaling fra Etikkrådet er fire selskaper utelukket og fem satt under observasjon på bakgrunn av virksomhet i Myanmar. Selskapene tilhører blant annet energi-, logistikk- og telekombransjen. Etikkrådet vurderte at selskapene bidro til å styrke militærets kapasitet til finansiering, logistikk og overvåking blant annet gjennom gassprosjekter, havneutbygging, fellesforetak og utbygging av infrastruktur for telekommunikasjon.

Etikkrådet anbefalte i 2022 å utelukke selskapet GAIL India Ltd. Bakgrunnen var at selskapet deltok i gass- og rørledningsprosjekter og var forretningspartner til det statlige oljeselskapet MOGE. Etikkrådet la vekt på at dette styrket militærets finansielle kapasitet. MOGE er landets viktigste statlige inntektskilde og direkte underlagt militær kontroll. Norges Bank fulgte opp Etikkrådets tilråding.

Etikkrådet anbefalte i 2023 å utelukke to japanske selskaper, KDDI Corp og Sumitomo Corp. De hadde inngått en avtale med det statlige teleselskapet MPT. MPT var blant annet pålagt å installere overvåkingsutstyr på telekominfrastrukturen. Etikkrådet skrev i tilrådingen at «det er kjent at overvåking har muliggjort svært grove normbrudd blant annet ved at meningsmotstandere av regimet er blitt arrestert basert på informasjon innhentet gjennom overvåkning». Norges Bank besluttet å sette selskapene til observasjon.

26.2.2.4 DR Kongo

I 2011 anbefalte Etikkrådet å sette selskapet Randgold Resources Ltd. til observasjon. Rådet la vekt på at selskapets gruveprosjekt innebar flytting av 15 000 mennesker i et område i DR Kongo der militsgrupper og regjeringsstyrker begikk omfattende og grove overgrep mot sivile. Etikkrådet mente selskapets planer for sikkerhet og beskyttelse av lokalbefolkningen var utilstrekkelige. Etter anbefaling fra Etikkrådet ble observasjonen av selskapet avsluttet i 2014. Det bygget på en vurdering av hvordan selskapet hadde håndtert risikoen i observasjonsperioden.

26.2.3 Salg av våpen etter § 4 bokstav c og d

Selskaper kan etter de etiske retningslinjene § 4 bokstav c og d utelukkes fra fondet som følge av salg av våpen til stater. Hensikten med *§ 4 bokstav c* er å unngå at fondet er investert i selskaper som selger våpen som brukes i strid med humanitærretten i en pågående krig.

Kriteriet i *§ 4 bokstav d* er koblet til det såkalte statsobligasjonsunntaket i mandatet for forvaltning av SPU § 2-1 (2) bokstav c. Statsobligasjonsunntaket slår fast at Finansdepartementet kan avskjære fondets investeringer i statsobligasjoner utstedt av stater som er gjenstand for omfattende internasjonale sanksjoner som Norge har sluttet seg til.

Følgende selskaper er utelukket etter kriteriene:

AviChina Industry & Technology Co og Bharat Electronics Ltd er utelukket etter § 4 c på grunn av våpensalg til Myanmar. Weichai Power Co Ltd er utelukket etter § 4 d på grunn av salg av militært materiell til Belarus og Russland. Tidligere var også selskapet Dongfeng Motor Group Co Ltd utelukket på grunn av salg av militært materiell til Myanmar. Kriteriet sto da i retningslinjenes § 2 første ledd bokstav c.

Tabell 26.1 nedenfor viser at kriteriene i § 4 bokstav c og d ivaretar ulike hensyn.

Tabell 26.1 Likheter og forskjeller mellom § 4 c og § 4 d i de etiske retningslinjene

	§ 4 c (innført i 2021)	**§ 4 d (innført i 2008)**
Stater som omfattes av kriteriene:	Stater som bruker våpnene i strid med humanitærrettens regler for stridigheter.	Stater som er omfattet av statsobligasjonsunntaket i forvaltningsmandatet til SPU. I 2026 er det Nord-Korea, Iran, Russland og Belarus. Tidligere har også Myanmar og Syria vært omfattet.

	§ 4 c (innført i 2021)	§ 4 d (innført i 2008)
Hvem som vurderer hvilke stater som omfattes:	Etikkrådet og Norges Bank	Finansdepartementet etter innspill fra Utenriksdepartementet
Våpentyper som omfattes:	Våpentyper som særlig kan ramme sivile.	Alle typer våpen og militært materiell, dvs. ethvert produkt som er laget for eller tilpasset til militær bruk.
Utgangspunkt for å vurdere selskaper etter kriteriene:	Pågående eller nylig leveranse. Vurderes sammen med informasjon om hvorvidt våpnene brukes i strid med humanitærretten.	Pågående eller nylig leveranse. Det vurderes ikke hvordan våpen eller materiell brukes, og det forutsettes ikke at mottakerstaten er krigførende. Tilstrekkelig at salg er gjennomført.
Selskaper som kriteriene har vært anvendt på:	Indiske og kinesiske selskapers salg av våpen til Myanmar.	Kinesiske selskapers salg av militært materiell til Myanmar, Belarus og Russland.
Samlet omfang av utelukkelser til nå:	To selskaper	To selskaper

26.2.4 Andre særlig grove brudd på grunnleggende etiske normer, § 4 h

Retningslinjenes § 4 h hjemler å utelukke selskaper med virksomhet som ikke faller inn under de øvrige kriteriene. Kriteriet har vært del av retningslinjene siden 2004. Kriteriet er blitt anvendt på flere selskaper med virksomhet knyttet til utvinning av ikke-fornybare naturressurser i det omstridte området Vest-Sahara, og på et selskap som bidrar til Russlands krigføring i Ukraina. .

Selskaper anbefalt utelukket for å ha virksomhet i Vest-Sahara:

- Etikkrådet anbefalte i 2005 å utelukke det amerikanske selskapet Kerr-McGee Corp.. fordi det lette etter petroleum utenfor kysten til Vest-Sahara på oppdrag for marokkanske myndigheter. Etikkrådet anså at virksomheten utgjorde et særlig grovt normbrudd ettersom Marokko ikke har suveren råderett over disse naturressursene, og at letevirksomheten bidro til å opprettholde en uavklart situasjon i området. I 2016 og 2023 ble ytterligere tre selskaper med tilsvarende virksomhet utelukket etter tilråding fra Etikkrådet.
- Etikkrådet har også anbefalt å utelukke selskaper som har inngått langtidskontrakt med det statlige marokkanske gruveselskapet om kjøp av fosfatmineraler fra Vest-

Sahara. Forutsetningen har vært at det må være spesifisert i kontrakten at mineralet utvinnes i Bou Craa-gruven i Vest-Sahara, og at selskapene ikke har hatt planer om å endre leverandør. Kunstgjødselselskapene Potash Corporation of Saskatchewan, nå en del av Nutrien Ltd., og FMC Corp. ble anbefalt utelukket fordi de hadde avtalt å kjøpe naturressurser som selgeren ikke har suveren råderett over. Etikkrådet mente at dette var et grovt normbrudd. . Finansdepartementet fulgte Etikkrådets anbefaling om å utelukke også disse selskapene.

Selskapet Evraz PLC ble utelukket fra fondet i 2024. Selskapet er børsnotert i London, men har sin hovedaktivitet i Russland. Selskapet produserer blant annet metallegeringer til den russiske forsvarsindustrien og bidrar slik til å muliggjøre Russlands folkerettsstridige aggresjonskrig mot Ukraina.

27 Ansvarlig forvaltning i andre fond

27.1 Innledning

Utvalget har sett på hvordan ansvarlig forvaltning praktiseres av andre institusjonelle investorer og pensjonsfond internasjonalt. Vi har sett på 15 institusjoner fra ni land. Dette er de samme institusjonene som Mestadutvalget omtalte i sin utredning fra 2020[1], med tillegg av det danske pensjonsfondet ATP. Institusjonene er valgt fordi de er store og ofte trekkes fram som referanser for ansvarlig forvaltning.

Institusjonene som omtales, forvalter store, globale porteføljer og benytter en kombinasjon av aktive og indeksnære strategier:

- *Pensjonsfond og pensjonsleverandører*[2]: AP-fondene fra Sverige[3], APG fra Nederland (som forvalter pensjonsfondet til ABP), ATP fra Danmark, CalPERS fra USA, Canada Pension Plan Investment Board (CPPIB), Government Pension Investment Fund (GPIF) fra Japan, Ontario Teachers' Pension Plan (OTPP) fra Canada og Teachers Insurance and Annuity Association (TIAA) fra USA.
- *Statseide reservefond/statlige investeringsfond*: GIC (Government of Singapore Investment Corporation) og New Zealand Superannuation Fund.
- *Kommersielle kapitalforvaltere*: Aberdeen Group (tidligere Aberdeen Standard Investments), BlackRock, EOS at Federated Hermes Limited (tidligere Hermes) og State Street Global Advisors.
- *Andre institusjonelle kapitaleiere*: Church Commissioners for England (kirkelig legat/endowment).

Statens pensjonsfond utland (SPU) har likhetstrekk med flere av disse fondene: De investerer i aksjer og obligasjoner i internasjonale finansmarkeder med mål om å oppnå høy avkastning. Mange av dem har retningslinjer for ansvarlig forvaltning.

Det er likevel få institusjoner som er direkte sammenliknbare med SPU. Også de offentlige pensjonsfondene forvalter i all hovedsak ett hovedmandat, men de er gjennomgående mindre og har klare pensjonsforpliktelser. De kommersielle kapitalforvalterne, som BlackRock og State Street, tilbyr mange fond med ulike mandater til forskjellige kundegrupper. Institusjonene har ulike formål og investeringsstrategier. Bortsett fra singaporske GIC er alle fondene nevnt her hjemmehørende i OECD-land.

[1] NOU 2020: 7 Verdier og ansvar, kapittel 8.

[2] Hos noen av fondene som nevnes, er fondet (kapitalen eller ordningen) og forvaltningsenheten samme juridiske enhet, mens forvalteren hos andre er et eget selskap eller organ som er skilt fra selve fondet. .

[3] I 2020 ble det sett på AP1-AP 4. Siden da er AP1 avviklet og fordelt likt mellom AP3 og AP4, mens AP6 er innlemmet i AP2.

Omtalen av fondene er basert på institusjonenes regelverk og rapportering. Utvalget har også hatt møter med de svenske AP-fondenes Etikråd, APG fra Nederland og ATP fra Danmark. I tillegg har utvalget møtt DNB, KLP, Storebrand og Folketrygdfondet fra Norge.

Tabellene 27.1 og 27.2 gir en oversikt over rammeverk og praksis i fondene som utvalget har sett på.

Boks 27.1 Mestadutvalgets oppsummering i 2020

Mestadutvalget oppsummerte sin gjennomgang på følgende måte i 2020:

- *«Halvparten av institusjonene oppgir at de praktiserer utelukkelse av selskaper som en del av sin forvaltning. Av disse er det fem som oppgir eksplisitte kriterier for utelukkelsene og fire som helt eller delvis offentliggjør en liste med utelukkede selskaper.*
- *SPU er alene om å publisere grundige, selskapsspesifikke begrunnelser for utelukkelser.*
- *Ingen opplyser om hvordan referanseindekser og risikomål forholder seg til eventuelle utelukkelser.*
- *Institusjonene knytter i liten grad utelukkelser, selskapsanalyser eller eierskapsutøvelse til OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper eller OECDs veileder for hvordan institusjonelle investorer kan anvende aktsomhetsvurderinger i tråd med OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper. Bare to nevner dette og uten å gi detaljer.*
- *Det er vanlig med prosesser og retningslinjer for å overvåke porteføljen, etterfulgt av analyse og selskapskontakt, men ingen institusjoner oppgir å ha en forhåndsvurdering eller 'screening' før investering.*
- *Rapporteringen fra pensjonskasser og statlig tilknyttede institusjoner har mange fellestrekk med kommersielle kapitalforvaltere som benytter rapporteringen i profilerings- og markedsføringssammenheng.*
- *Institusjoner rapporterer ofte at de har mye selskapskontakt, og det er også vanlig å gi brede tematiske redegjørelser for slik kontakt. Resultater av slik kontakt rapporteres i liten grad, unntatt for kommersielle kapitalforvaltere med eierskapsutøvelse som strategisk kjernevirksomhet.»*

27.2 Noen utviklingstrekk etter 2020

Mestadutvalgets omtale ga et godt overblikk over institusjonenes praksis for ansvarlig forvaltning slik den var i 2020, se boks 27.1. Siden da har det skjedd flere endringer både hos flere av dem og i det regulatoriske landskapet:

- **En mer alvorlig sikkerhetspolitisk situasjon har påvirket synet på investeringer i forsvarssektoren**. Flere investorer som før har utelukket investeringer i kjernevåpen, åpner nå for investeringer i forsvarsindustrien, se boks 27.2.
- **EUs regelverk om å ta hensyn til miljø, samfunn og selskapsstyring (ESG) ble først gjort strengere, men er deretter blitt forenklet.** Det gjelder blant annet regler om offentliggjøring, rapportering om bærekraft og regler om aktsomhet.
- **Rammene for eierskapsutøvelse er strammet til i USA.** Amerikanske politikere har omtalt investorers klimasamarbeid som mulig kartellvirksomhet.[4] Det har også kommet presidentordre som har endret rammebetingelsene for stemmerådgivere som ISS og Glass Lewis.[5] Samtidig har over 30 delstater vedtatt lover mot boikott av Israel, blant annet Texas, Arizona og Colorado. Liknende regelverk har også blitt innført om fossil virksomhet. Flere av delstatene fører offentlige lister over selskaper som anses å boikotte Israel. De pålegger også egne pensjonskasser og fond å selge seg ut av disse selskapene. DNB og KLP er ført opp på slike offentlige lister. BNP Paribas og Nordea står på Texas' liste over finansforetak som anses å boikotte energiselskaper. Flere av de oppførte selskapene bestrider at de boikotter Israel.[6]
- **Politisk motstand i USA har påvirket praksisen hos flere amerikanske kapitalforvaltere.** BlackRock og State Street støtter i mindre grad enn tidligere aksjonærforslag som omhandler miljø og sosiale forhold. Mens BlackRock støttet nær halvparten av alle aksjonærforslag som omhandlet bærekraft i 2021, støttet selskapet under to prosent i 2025.[7]
- **Investorsammenslutninger mister medlemmer.** Sammenslutningen «Climate Action 100+» mistet over 70 medlemmer fra juni 2023 til oktober 2024, inkludert JPMorgan, State Street og Goldman Sachs. Initiativer rundt netto nullutslipp har også mistet medlemmer. Såkalte bærekraftsfond globalt opplevde netto uttak av kapital både i Europa og resten av verden i 2025.[8]
- **Økt polarisering i bærekrafts-strategier.** Kunder tilbys å investere i både såkalte ESG-fond og i «anti-ESG fond» hos én og samme aktør. «Anti-ESG fond» brukes her som en samlebetegnelse på fond som i sin markedsføring legger vekt på å aktivt

---

[4] Se for eksempel uttalelser fra kongressrepresentanter Jim Jordan og Harriet Hageman, samt rapporter fra Representantenes hus' justiskomité.

[5] Se Executive Order 14366 (2025).

[6] Se for eksempel delstatslovgivning som pålegger offentlige pensjonskasser og fond å selge seg ut av selskaper på offentlige lister: Texas Government Code kapittel 808, Arizona Revised Statutes § 35-393 og Colorado HB 16-1284 gjelder selskaper som anses å boikotte Israel. DNB og KLP står på Texas' liste over selskaper som anses å boikotte Israel, og BNP Paribas og Nordea på listen over finansforetak som anses å boikotte energiselskaper. Listene føres av Texas Comptroller of Public Accounts og er gjengitt i veiledning fra Texas Attorney General.

[7] BlackRock Investment Stewardship (2025), 2025 Global Voting Spotlight. Se også Forbes (2024, 4. september), «How BlackRock Abandoned Social And Environmental Engagement», og State Street Global Advisors (2024), Asset Stewardship Report 2024.

[8] Morningstar (2026), «ESG Funds: 2025 Closes With Continued Outflows Amid Persistent Headwinds».

motsette seg å ta miljø- og samfunnshensyn. Slike betegnelser handler også om markedsføring, og praktiseringen kan variere.

- **Kun enkelte pensjonsfond har styrket sine ambisjoner innen bærekraft**. Amerikanske CalPERS forpliktet seg i 2023 til å øke klimavennlige investeringer og å selge seg ut av selskaper uten troverdige netto null-utslippsplaner.[9] Japanske GPIF og singaporske GIC, som Mestadutvalget beskrev som fond der kommunikasjon av eierskapsutøvelse *«ikke har en framtredende plass»,* har i sin kommunikasjon lagt mer vekt på ESG-hensyn de senere årene.

27.3 Mål for forvaltningen

Institusjonene i sammenlikningsgrunnlaget er forskjellige og har ulike formål. De er offentlige pensjonsfond, statlige reservefond («Sovereign Wealth Funds») og kommersielle kapitalforvaltere. Selv om mandatene varierer, er en fellesnevner at de søker å oppnå høy avkastning til akseptabel risiko i porteføljene de forvalter. For flere av institusjonene er ansvarlig forvaltning eksplisitt forankret i mandatet. Et gjennomgående trekk er også at ansvarlig forvaltning ikke skal gå på bekostning av avkastningen, men understøtte den.

De fleste institusjonene forankrer arbeidet med ansvarlig forvaltning i internasjonalt anerkjente retningslinjer og konvensjoner. De svenske AP-fondenes Etikråd er et eksempel der den ansvarlige forvaltningen er basert på FNs Global Compact, FNs veiledende prinsipper for næringsliv og menneskerettigheter (UNGP) og OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper. Arbeidet er også forankret i internasjonale konvensjoner Sverige har sluttet seg til, herunder ILOs kjernekonvensjoner, FNs klimakonvensjon og FNs konvensjon mot korrupsjon. Tilsvarende referanser til internasjonale rammeverk fra OECD og FN finnes hos flere av de øvrige institusjonene i sammenlikningsgrunnlaget, se også tabellene 27.1 og 27.2.

Selv om institusjonene i stor grad viser til de samme rammeverkene, følger de dem opp ulikt. Det gjelder hvilke virkemidler de velger, hvor høy terskelen for tiltak er, og hvor mye av arbeidet de gjør kjent. Investorer skal ifølge OECDs retningslinjer ha en risikobasert tilnærming og vurdere tiltak etter egne mandater og muligheter, se omtale i kapittel 6.

27.4 Virkemidler for ansvarlig forvaltning

Institusjonelle investorer benytter gjerne flere virkemidler i den ansvarlige forvaltningen. Eierskapsutøvelse inngår som ett av dem. Investorer har dialog med selskaper, sender skriftlige henvendelser, har annen kommunikasjon som offentliggjøres, stemmer på generalforsamlinger og samarbeider med andre investorer, se tabell 27.1. Mestadutvalget viste til at investorer foretrekker eierskapsutøvelse framfor å utelukke selskaper.

[9] CalPERS (2023), «CalPERS Announces $100 Billion Net Zero Pledge and New Climate Accountability Measures», pressemelding 13. november 2023.

27.4.1 Eierskapsutøvelse

Eierskapsutøvelse brukes av flere grunner:

- *Eierskapsutøvelse brukes først og fremst for å støtte langsiktig verdiskaping.* Investorene viser til at håndtering av bærekraftsrisiko har betydning for avkastningen over tid.
- *Et fåtall investorer har mål for eierskapsarbeidet utover avkastning.* Det er bare Church Commissioners for England som har et verdibasert mandat der etisk forvaltning er et selvstendig mål. New Zealand Superannuation Fund har et mandat som også skal ivareta hensynet til framtidige generasjoner og omdømmerisiko.[10] De svenske AP-fondenes Etikråd har som mandat å bidra til positiv utvikling for samfunn og miljø, men dette skal ikke gå på bekostning av målet om god avkastning.
- *Mange investorer søker å påvirke markedspraksis i sin ansvarlige forvaltning.* Dette gjøres blant annet gjennom dialog med standardsettere og tydelige forventninger til selskapene. Slik påvirkning er særlig aktuell for investorer som er langsiktige og bredt diversifiserte, og der samlet markedsutvikling har stor betydning for avkastningen over tid.
- *Eierskapsutøvelse benyttes også for å forstå og håndtere selskapsrisiko.* Dialog med selskapene brukes for å følge opp bærekraftsrisiko og forretningsmuligheter.
- *Eierskapsutøvelse vurderes som nødvendig for å møte forventninger fra myndigheter og offentligheten.* Mange av fondene baserer som nevnt den ansvarlige forvaltningen på frivillige retningslinjer og prinsipper for ansvarlig næringsvirksomhet fra internasjonale organisasjoner som OECD og FN. Praktiseringen varierer mellom dem og er tilpasset den enkelte forvalters mandat, ulike krav i de enkelte landene til åpenhet, dokumentasjon mv.
- *For enkelte forvaltere er ansvarlig forvaltning og aktiv eierskapsutøvelse del av deres markedsføring for å tiltrekke seg kunder*.

27.4.2 Utelukkelse av selskaper

Flere investorer legger opp til en gradvis opptrapping, der bruken av virkemidler tilpasses både sakens alvor og selskapets respons. Utelukkelse blir ofte sett på som en «siste utvei» dersom andre tiltak ikke fører fram eller dersom forholdene vurderes som særlig alvorlige.

Ikke alle investorer bruker utelukkelse som virkemiddel. Ti av femten investorer i sammenlikningen beskriver en mekanisme for utelukkelse, se tabell 27.2. Det er samtidig store forskjeller i hvilke kriterier de anvender, hvor mange selskaper de utelukker og hvordan de rapporterer om utelukkede selskaper.

Noen investorer har bare produktbaserte kriterier der de unngår å investere i visse typer sektorer, for eksempel tobakk, våpen og alkohol. Våpen er fortsatt det mest utbredte kriteriet for utelukkelse, men på dette området har det skjedd betydelige endringer den senere tiden, se boks 27.2.

[10] New Zealand Superannuation Fund kaller dette for «guardianship» for framtidige generasjoner.

Fire investorer har adferdsbaserte kriterier for utelukkelse. Nederlandske APG utelukker blant annet selskaper som bryter med FNs Global Compact, et sett prinsipper for menneskerettigheter, arbeidstakerrettigheter, miljø og antikorrupsjon. Amerikanske TIAA skriver at fondet utelukker selskaper som er involvert i grove normbrudd og som medvirker til folkemord og andre alvorlige forbrytelser mot menneskeheten.

Flere institusjoner har justert sin praksis for utelukkelse de senere årene. Det ser ut til at flere er mer varsomme med å innføre nye utelukkelseskriterier. Det stilles også høyere krav før enkeltselskaper utelukkes.[11]

Investorer med formelle utelukkelseskriterier som gjelder alle investeringer i fondet, er gjerne offentlige pensjonsfond eller bufferfond med klare mandater fra myndighetene eller fra brede medlemsgrupper. Nederlandske APG, canadiske OTPP og amerikanske TIAA og CalPERS er eksempler på slike.

Blant de store kommersielle kapitalforvalterne som BlackRock og State Street Global Advisors er det mindre vanlig med utelukkelser som gjelder samtlige produkter og mandater. Disse forvalterne tilbyr et bredt spekter av fond tilpasset ulike investorpreferanser.

Nederlandske ABP la i 2024 om til en indeks basert på egne ESG-kriterier om klimahensyn, biologisk mangfold, menneskerettigheter og god selskapsstyring.. Fondet besluttet dessuten å ta med bare relativt store selskaper, og porteføljen i utviklede markeder gikk ned fra om lag 2 000 til 1 100 selskaper.[12] Innsnevringen er gjort etter kriterier om klimahensyn, biologisk mangfold, menneskerettigheter og god selskapsstyring. Det er i hovedsak amerikanske selskaper som er utelukket, blant andre Alphabet, Meta, Tesla, Caterpillar og Booking.com. I 2025 var porteføljens avkastning 1,7 prosentenheter lavere enn referanseindeksen. Det skyldtes særlig den sterke verdiøkningen i de store amerikanske teknologiselskapene som fondet hadde utelukket. APG, som forvalter ABPs midler, har pekt på at dreiningen mot bærekraftig og ansvarlig investering har ført til lavere avkastning i de aktivt forvaltede delene av porteføljen.

[11] Cifrino (2023), «The Politicization of ESG Investing», Harvard ALI Social Impact Review. Se som eksempel CPP Investments, som i 2025 trakk tilbake sin forpliktelse til netto null innen 2050. Se også Top1000funds, «Europe rearms, defence returns surge, asset owners rethink exposure», 18. desember 2025.

[12] Perrin (2025).

Boks 27.2 Nærmere om investeringer i forsvarsindustrien

Mange institusjonelle investorer utelukker produsenter av bestemte våpentyper. For noen er utelukkelsene begrenset til våpen som er forbudt i henhold til internasjonale konvensjoner, som antipersonellminer, klaseammunisjon og biologiske og kjemiske våpen. Andre har kriterier som også omfatter kjernevåpen og deler av den konvensjonelle forsvarsindustrien.

Den endrede sikkerhetspolitiske situasjonen har ført til at flere forvaltere har lempet på tidligere begrensninger på forsvarsinvesteringer, særlig i Europa. Sentralt i EUs regelverk står offentliggjøringsforordningen (SFDR), som stiller krav til hvordan fond med bærekraftsegenskaper opplyser om investeringene sine. Fond som markedsføres med at de fremmer miljømessige eller sosiale hensyn, omtales som artikkel 8-fond. I 2025 ble det presisert at slike fond bare er pålagt å utelukke våpen som er *forbudt* under internasjonale konvensjoner som de fleste EU-land har ratifisert. Kjernevåpen faller utenfor disse minimumskravene. Før presiseringen var det uklart om kjernevåpen falt inn under regelverkets definisjon av *kontroversielle våpen*, og mange forvaltere utelukket dem.

Investeringene i forsvarssektoren har økt markert i denne fondsgruppen. Morningstar Sustainalytics har sett på aktivt forvaltede europeiske aksjefond som er klassifisert som artikkel 8-fond. Mellom 2022 og 2025 ble andelen de i gjennomsnitt hadde i luftfarts- og forsvarssektoren, firedoblet.[13]

Praksisen for investeringer i forsvarsselskaper varierer betydelig mellom forvaltere. Blant kommersielle kapitalforvaltere har flere åpnet for investeringer i forsvarsselskaper, også i såkalte ESG-fond. Utelukkelser av forbudte våpentyper videreføres. BlackRock utelukker forbudte våpen i sine europeiske fond, men har ingen tilsvarende begrensninger i sine største globale fond.

Også blant offentlige pensjonsfond er bildet sammensatt. De svenske AP-fondene utelukker produsenter av klaseammunisjon og antipersonellminer, mens praktiseringen for kjernevåpen varierer. Nederlandske ABP har opprettholdt utelukkelsene av kjernevåpenprodusenter. Kanadiske CPPIB har ikke offentliggjort spesifikke kriterier for utelukkelse av bestemte våpentyper. Japanske GPIF har heller ingen offentlige utelukkelseskriterier for forsvarsindustrien.

Church Commissioners har nylig endret sin tilnærming til forsvarsindustrien. Mens selskaper tidligere ble utelukket dersom selskapets våpenproduksjon oversteg en viss andel av selskapets samlede omsetning, skal selskaper nå vurderes individuelt. Endringen åpner for å investere i forsvarsselskaper i Storbritannia og andre NATO-land. Samtidig strammes kriteriene til for selskaper i undertrykkende regimer. Produsenter av klasevåpen, landminer og kjemiske våpen forblir utelukket.. Kjernevåpen er ikke nevnt blant disse.

[13] Morningstar Sustainalytics (2025), «EU ESG Funds' Exposure to Defense Continues to Increase». Tallet gjelder aktivt forvaltede europeiske aksjefond klassifisert som artikkel 8-fond og viser til at gjennomsnittlig allokering til luftfarts- og forsvarssektoren steg fra 0,6 til 2,5 prosent mellom inngangen til 2022 og jumi 2025.

Tabell 27.1 Virkemidler i den ansvarlige forvaltningen

Virkemiddel	Formål	Eksempel
Dialog	Dialog brukes for å formidle forventninger til selskapers håndtering av ulike temaer. Dialog foregår som regel uten offentliggjøring	– AP-fondenes Etikråd bruker dialog som første trinn i eierskapsutøvelsen – GPIF legger vekt på dialog gjennom sine eksterne forvaltere og har innført tematiske programmer for dialog om blant annet klima og selskapsstyring
Skriftlige henvendelser	Skriftlige henvendelser brukes når en investor ønsker å presisere forventninger eller understreke behov for tiltak, og foregår som regel uten offentliggjøring. Ofte blir skriftlige henvendelser brukt i kombinasjon med dialog.	– Hermes EOS sender brev som første steg i all videre dialog. – APG og CalPERS sender brev til styreledere i selskaper dersom dialog ikke gir tilstrekkelig framdrift. – GPIF krever at dets eksterne forvaltere skal sende skriftlige oppfølgingsbrev dersom dialogen ikke gir svar på fondets prioriterte temaer – New Zealand Superannuation Fund henvender seg skriftlig dersom det er behov for mer informasjon fra selskapet.
Offentlige synspunkter og forventninger	Investorer uttrykker synspunkter og forventninger offentlig. Det gjøres blant annet i forventningsdokumenter eller andre publikasjoner. Dokumentene retter seg som regel mot alle selskaper i porteføljen eller mot en sektor, ikke mot enkeltselskaper.	– CalPERS og Church Commissioners publiserer hvilke syn de har på utvalgte enkeltsaker. – AP-fondenes Etikråd formidler forventninger til selskaper gjennom egne, offentlige temarapporter.
Uttalelser i media	Investorer kan uttale seg om enkeltselskaper eller saker i media. Uttalelser brukes gjerne når andre virkemidler ikke har ført fram, og kan legge press på selskapet gjennom offentlig oppmerksomhet. Flere fond er tilbakeholdne med dette virkemiddelet.	– Church Commissioners har kritisert selskaper i sektorer med høy risiko for avskoging og manglende klimaomstilling. – CPPIB og CalPERS viser til at offentlighet om enkeltselskaper kan svekke muligheten for konstruktiv dialog og gjøre det vanskeligere å oppnå endringer i selskapers praksis.
Stemmegiving	Investorer bruker stemmeretten sin i selskapers generalforsamlinger til å påvirke beslutninger. Dette gjøres ved å stemme på saker som valg av styre, lederlønn, strategiske beslutninger og andre viktige forslag.	– CalPERS stemmer regelmessig mot forslag som ikke ivaretar hensyn til klima og god selskapsstyring. – BlackRock stemmer mot styremedlemmer når selskapet ikke viser framdrift på utvalgte tema som er vurdert som finansielt viktige. – AP-fondene bruker stemmegiving aktivt for å påvirke styresammensetning og rapportering.

Virkemiddel	Formål	Eksempel
		– Church Commissioners har stemt mot styremedlemmer ved manglende håndtering av menneskerettighetsrisiko.
Dialog med standardsettere og deltakelse i offentlige høringer	Investorer kan påvirke rammene selskapene opererer innenfor, i tillegg til selskapene selv. Det gjøres gjennom høringssvar til myndigheter og standardsettere og gjennom dialog om regelverk for rapportering, selskapsstyring og bærekraft. Slik påvirkning retter seg mot markedet som helhet og kan endre praksis i mange selskaper samtidig.	– APG, ATP, CPPIB, BlackRock, CalPERS, OTPP og State Street deltar alle i den rådgivende investorgruppen til ISSB, det internasjonale standardsettingsorganet for selskapers bærekraftsrapportering. GPIF er observatør i gruppen. – CalPERS har støttet det amerikanske verdipapirtilsynets (SEC) forslag til krav om klimarapportering.
Forhåndsvarsling og offentliggjøring av stemmeintensjoner	Flere investorer offentliggjør stemmeintensjoner før generalforsamlinger for å tydeliggjøre forventningene og forsøke å øke gjennomslaget for bestemte forslag. Offentliggjøring kan påvirke selskapene ved å klargjøre hvilke endringer som må til for å motta støtte fra investoren. Den kan også bidra til at andre investorer stiller seg bak forslaget	– AP-fondene har brukt forhåndsvarsling ved større enkeltsaker, særlig innen selskapsstyring. – BlackRock publiserer stemmeintensjoner i saker med bred betydning for porteføljen. – GPIF krever at forvaltere offentliggjør stemmegivingen og gir begrunnelser i etterkant.
Fremme aksjonærforslag	Noen investorer fremmer aksjonærforslag i saker der dialog og stemmegiving ikke har gitt ønsket respons. Forslagene er offentlig tilgjengelige og synliggjør hvilke krav forvalter stiller til selskapets ledelse og styre. Virkemiddelet er mindre utbredt.	– CalPERS og Hermes EOS har fremmet forslag om rapportering og håndtering av klimarisiko. –
Deltakelse i investorinitiativer	Investorer kan slutte seg til initiativer som fremmer standarder og forventninger overfor selskaper eller markeder. Initiativene samler mange investorer bak felles prinsipper og kan gi større gjennomslag enn hvert fond kan oppnå alene. Deltakelse innebærer ofte å rapportere om egen praksis og å følge opp utvalgte selskaper i fellesskap.	– Alle fondene i sammenlikningsgrunnlaget utenom GIC har sluttet seg til FNs prinsipper for ansvarlige investeringer (PRI). – Investorer som APG, CalPERS og GPIF deltar i Climate Action 100+, et investorsamarbeid som følger opp selskapene med størst klimagassutslipp. Flere investorer, blant andre BlackRock og State Street, var tidligere deltakere, men har i 2024 trappet ned deltagelsen eller meldt seg ut av samarbeidet.
Samarbeid med andre investorer	Fond kan samarbeide med andre investorer i sitt eierskapsarbeid. De kan sende felles brev, gi offentlige uttalelser sammen eller ha koordinerte dialoger med selskaper. Flere fond inngår også i	– AP-fondene samarbeider med andre om å ha felles dialog med store teknologiselskaper om styring og risikohåndtering.

Virkemiddel	Formål	Eksempel
	tematiske koalisjoner der de samordner forventninger og oppfølging innen avgrensede temaer	
Utelukkelse	Utelukkelse innebærer at investorer avstår fra å investere i selskaper av etiske eller andre ikke-finansielle grunner. Utelukkelse kan være basert på produkt eller adferd.	– Totalt har ti av femten investorer i sammenlikningsgrunnlaget en form for utelukkelsesmekanisme. – AP-fondene kan utelukke selskaper på grunnlag av brudd på internasjonale normer eller eksponering mot utvalgte produkter. – Church Commissioners har utelukket selskaper innenfor blant annet termisk kull og kontroversielle våpen. – New Zealand Superannuation Fund har blant annet utelukket selskaper involvert i produksjon av antipersonellminer, kjernevåpen, klaseammunisjon og sivile automatvåpen. Fondet har også utelukket selskaper med virksomhet innen rekreasjonsbasert cannabis og tobakk, og selskaper som er vurdert å ha svak ESG-praksis. – APG har blant annet utelukket selskaper involvert i produksjon av kjernevåpen, klaseammunisjon, antipersonellminer og tobakk.

27.5 Organisering av eierskapsarbeidet

Institusjonene organiserer arbeidet med ansvarlig forvaltning, eierskapsutøvelse og utelukkelser på ulike måter. Det følger dels av at det er forskjellige typer fond og forvaltere vi ser på, dels av at de har valgt ulike modeller.

De fleste institusjonene har etablert en egen intern avdeling i forvaltningsenheten som fører dialog med selskaper og utøver øvrig eierskap. Dette gjelder blant annet APG, CalPERS og CPP Investments.

Det vanligste er at institusjonene også vurderer eventuelle utelukkelser internt, men det gjelder ikke alle. Forvaltningsorganisasjonen APG forvalter midlene til det nederlandske tjenestepensjonsfondet for ansatte i offentlig sektor, ABP. ABP definerer en indeks og et investeringsunivers der visse typer virksomhet av etiske grunner er utelukket.

En annen modell som er mer vanlig blant forvaltere, er at etiske vurderinger inngår som en integrert del av en samlet forvaltning. Det danske pensjonsfondet ATP og de svenske AP-fondene er her eksempler. AP-fondene har selv opprettet et Etikråd som bistår dem med råd om blant annet utelukkelser på et etisk grunnlag. Rådet er rådgivende, og det er det enkelte fondet som beslutter utelukkelser. Etikrådet har tre ansatte og ledes av et styre med én representant fra hvert av AP-fondene. Etikrådet fører dialog med selskaper på fondenes vegne og gir råd om utelukkelser. Flere AP-fond har også utelukket selskaper uten anbefaling fra Etikrådet, blant annet produsenter av kjernevåpen og tobakk.

Church Commissioners for England benytter en liknende modell, der Ethical Investment Advisory Group (EIAG) gir råd om utelukkelser til kirkens tre investeringsinstitusjoner. EIAG består av både interne representanter fra institusjonene og uavhengige eksterne eksperter. Hver institusjon fatter selv de endelige beslutningene.

Den svenske og britiske organiseringen skiller seg fra den norske ved at det norske Etikkrådet er oppnevnt av Finansdepartementet og organisatorisk atskilt fra Norges Bank, som forvalter fondet.

27.6 Rapportering og offentliggjøring

De fleste institusjonene rapporterer om den ansvarlige forvaltningen og eierskapsutøvelsen, enten som del av årsrapporteringen eller i egne rapporter. Omfanget og detaljeringsgraden varierer betydelig. Forskjellene må ses i sammenheng med institusjonenes mandat, organisering og rettslige rammer.

Det er vanlig å redegjøre for prinsippene som ligger til grunn for dialog med selskaper og for eierskapsarbeidet på et overordnet nivå. Noen fond gir i tillegg mer utfyllende beskrivelser av eierskapsutøvelsen. Det gjelder blant annet de svenske AP-fondene, der Etikrådet rapporterer om mål, prioriterte temaer og erfaringer fra dialogen med selskaper. APG offentliggjør hvilke selskaper fondet er i dialog med og hvilke temaer som tas opp, som menneskerettigheter og arbeidsforhold. Det er likevel uvanlig å gi inngående beskrivelser av dialogen med det enkelte selskap.

Andre fond er mindre åpne. GIC i Singapore offentliggjør lite om fondet og viser til at det ikke er i fondets interesse å gi for utdypende informasjon om investeringsprosessene.

Det varierer betydelig også hvor åpne fondene er om utelukkelser, se tabell 27.2. Flere fond beskriver overordnede kriterier for nedsalg, men offentliggjør ikke hvilke selskaper som er utelukket. CalPERS publiserer for eksempel ikke en samlet selskapsliste, men beskriver prosessen der nedsalg kan brukes som siste ledd i en opptrapping av virkemiddelbruken. Church Commissioners for England offentliggjør lister for enkelte produktområder, men redegjør ikke for enkeltbeslutninger.

Andre fond publiserer lister over utelukkede selskaper, men offentliggjør i begrenset grad begrunnelsene for dem. APG og New Zealand Superannuation Fund offentliggjør hvilke kriterier som ligger til grunn og oppdaterer listene jevnlig, uten nærmere vurderinger av enkeltselskaper. Danske ATP offentliggjør en liste med utelukkede selskaper med begrunnelser på kategorinivå.

Etikrådet til de svenske AP-fondene er mest åpent blant fondene i sammenlikningsgrunnlaget, se boks 14.1. Rådet redegjør for kriteriene og gir korte omtaler av bakgrunnen for anbefalingene. Utelukkelser som fondene selv beslutter uten anbefaling fra Etikrådet, offentliggjøres ikke.

Ingen av fondene i sammenlikningsgrunnlaget publiserer like grundige, selskapsspesifikke begrunnelser for utelukkelser som SPU. SPU står dermed i en særstilling når det gjelder åpenhet om enkeltbeslutninger.

Norske KLP og Storebrand er åpne om både hvilke selskaper som utelukkes og hvorfor, men begrunnelsene for det enkelte selskap er gjennomgående korte. Begge følger i praksis SPUs utelukkelser, men utelukker vesentlig flere selskaper enn SPU, i hovedsak fordi de har flere produktbaserte kriterier og lavere terskler.

Tabell 27.2 Institusjonelle investorer, type, forvaltet kapital ved utgangen av 2025 og virkemiddelbruk (bruk av utelukkelse, kriterier og offentliggjøring)

Institusjon	Type	Land	Mrd. kr forvaltet kapital	Utelukkelses-mekanisme	Produktkriterier	Adferdskriterier	Gjennomføring av utelukkelsesmekanisme	Offentliggjøring av utelukkelser
Aberdeen Group	Kommersiell kapitalforvalter	Storbritannia	6 985	Ja	– Klasevåpen – Antipersonellminer –		Intern håndtering. En enhet for bærekraft vurderer og beslutter utelukkelser, med støtte fra med støtte fra juridiske funksjoner og etterlevelsesfunksjoner.	Nei.
AP-fondene	Bufferfond i det svenske pensjonssystemet	Sverige	1 684	Ja	– Narkotikaklassifiserte stoffer og produkter til ikke-medisinsk bruk, samt produkter som inneholder narkotikaklassifiserte preparater – Antipersonellminer – Klaseammunisjon – Andre våpen forbudt etter internasjonale konvensjoner Sverige har ratifisert – Kjernevåpen (praktisering og omfang varierer mellom AP-fondene)	– Handlinger som er i strid med internasjonale konvensjoner og rammeverk Sverige støtter, herunder konvensjonen om sivile og politiske rettigheter (ICCPR), korrupsjon (UNCAC), ILOs kjernekonvensjoner og FNs rammekonvensjon om klimaendringer (UNFCCC).	Organ oppnevnt av AP-fondene selv, Etikrådet, gir råd om utelukkelse. Fondenes styre beslutter.	Ja, full liste. Kort begrunnelse.
APG	Forvalter av pensjonsfondet for offentlig ansatte	Nederland	6 506	Ja	– Kjernevåpen og deres komponenter – Antipersonellminer – Klaseammunisjon	– Manglende etterlevelse av Global Compact – Selskaper som ikke oppfyller	Intern håndtering etter mandat eksternt fra ABP, jf. ovenfor.	Ja, full liste. Ingen begrunnelse.

Institusjon	Type	Land	Mrd. kr forvaltet kapital	Utelukkelses-mekanisme	Produktkriterier	Adferdskriterier	Gjennomføring av utelukkelsesmekanisme	Offentliggjøring av utelukkelser
					– Biologiske og kjemiske våpen – Andre våpen forbudt etter internasjonale konvensjoner Nederland har ratifisert – Tobakk – Statsobligasjoner utelukket der Sikkerhetsrådet har våpenembargo – Selskaper som ikke oppfyller produktbaserte minimumskrav kan utelukkes fra investeringsuniverset dersom APG vurderer at dialog ikke er hensiktsmessig («Inclusion Policy»)	adferdsbaserte minimumskrav, kan utelukkes fra investerings-universet dersom APG vurderer at dialog ikke er hensiktsmessig ('Inclusion Policy').	En enhet for bærekraft overvåker og vurderer selskaper. Investeringskomitéen, som består av APGs styre og ledelse, beslutter utelukkelser og godkjenner rammeverket, inkludert Inclusion Policy.	
BlackRock	Kommersiell kapitalforvalter	USA	134 073	Nei				
CalPERS	Pensjonsfond for offentlig ansatte	USA	5 326	Ja	– Tobakk – Selskaper med visse aktiviteter i Iran og Sudan – Halvautomatiske skytevåpen som er ulovlige for salg i California		Intern håndtering. Bærekraftsteamet overvåker og vurderer selskaper. Styret beslutter utelukkelser om tobakk og halvautomatiske våpen. Californias delstatsforsamling vedtar	Delvis. For kriteriet om Iran og Sudan publiseres offentlige lister over utelukkede, vurderte og overvåkede

Institusjon	Type	Land	Mrd. kr forvaltet kapital	Utelukkelses-mekanisme	Produktkriterier	Adferdskriterier	Gjennomføring av utelukkelsesmekanisme	Offentliggjøring av utelukkelser
					– Termisk kull (≥50 % av inntektene fra termisk kull) dersom omstilling ikke anses troverdig		beslutninger om Iran/Sudan og termisk kull.	selskaper i lovpålagte rapporter til Californias delstatsforsamling. Øvrige utelukkelser (tobakk, våpen og termisk kull) offentliggjøres ikke.
Canada Pension Plan Investment Board	Forvalter av pensjoner	Canada	5 457	Nei				
Church Commissioners for England	Reservefond	Storbritannia	143	Ja	– Antipersonellminer – Klaseammunisjon – Biologiske og kjemiske våpen – Pornografi – Tobakk – Pengespill – Alkohol – Utlånsvirksomhet med høye renter – Menneskelig kloning – Termisk kull – Oljesand		Separat organ, Ethical Investment Advisory Group, overvåker porteføljen og gir råd om utelukkelser. Styret godkjenner rammeverket og beslutter utelukkelser.	Delvis. Har navngitt noen selskaper utelukket på grunn av klima, men publiserer ikke en samlet liste.
GIC (Government of Singapore	Statseid reservefond	Singapore	8 960	Nei				

Institusjon	Type	Land	Mrd. kr forvaltet kapital	Utelukkelses-mekanisme	Produktkriterier	Adferdskriterier	Gjennomføring av utelukkelsesmekanisme	Offentliggjøring av utelukkelser
Investment Corporation)								
Government Pension Investment Fund	Pensjonsfond for arbeidstakere i offentlig og privat sektor	Japan	18 080	Nei				
EOS at Federated Hermes Limited (EOS)	Kommersiell kapitalforvalter og selskapsoppfølgingstjeneste	Storbritannia	903	Ja	– Antipersonellminer – Klaseammunisjon – Kjemiske og biologiske våpen – Våpen med utarmet uran – Kjernevåpen – Ammunisjon basert på hvitt fosfor – Selskaper som eier eller kontrollerer > 25 % av selskaper involvert i kategoriene over		Intern håndtering. Bærekraftsteamet overvåker og vurderer selskaper. Styret godkjenner rammeverket og beslutter utelukkelser.	Nei.
New Zealand Superannuation Fund	Statseid reservefond	New Zealand	513	Ja	– Antipersonellminer – Klaseammunisjon – Sivile automatvåpen – Kjernefysiske våpen (inkl. testing) – Tobakk – Cannabis til rekreasjonsbruk – Bearbeiding av hvalkjøtt	– Alvorlige brudd på standarder for ansvarlig investering, slik som Global Compact	Intern håndtering. Bærekraftsteamet overvåker og vurderer selskaper. Styret godkjenner rammeverket og beslutter utelukkelser	Ja, full liste. Kort begrunnelse.

Institusjon	Type	Land	Mrd. kr forvaltet kapital	Utelukkelses-mekanisme	Produktkriterier	Adferdskriterier	Gjennomføring av utelukkelsesmekanisme	Offentliggjøring av utelukkelser
Ontario Teachers' Pension Plan	Pensjonsfond for lærere i delstaten Ontario	Canada	1 887	Ja	– Klaseammunisjon – Antipersonellminer – Kjemiske og biologiske våpen – Tobakk og e-sigaretter		Intern håndtering. Bærekraftsteamet overvåker og vurderer selskaper. Styret godkjenner rammeverket og beslutter utelukkelser	Nei.
State Street Global Advisors	Kommersiell kapitalforvalter	USA	54 590	Nei				
TIAA	Pensjonsfond for ansatte i utdanningssektoren	USA	14 420	Ja		– Alvorlige normbrudd, medvirkning til folkemord, forbrytelser mot menneskeheten og de mest alvorlige menneskerettighetsbrudd	Intern håndtering. Bærekraftsteamet overvåker og vurderer selskaper. Styret godkjenner rammeverket og beslutter utelukkelser	Nei.
ATP	Pensjonsfond for alle danske lønnsmottakere	Danmark	1 100	Ja	– Kontroversielle våpen, herunder klaseammunisjon og antipersonellminer		ATPs komité for bærekraft har ansvar for å treffe beslutninger om utelukkelse dersom et selskap bryter ATPs politikk for bærekraft i investeringer. Bærekraftskomitéen ledes av ATPs administrerende direktør, med deltakelse fra investeringsdirektøren, risikodirektøren mv.	Ja, full liste. Ingen begrunnelse.

28 Innspill fra organisasjoner og privatpersoner

Utvalget har mottatt innspill fra en rekke organisasjoner og fra noen privatpersoner. Innspillene er i dette kapittelet sammenstilt tematisk.

Følgende har gitt innspill:

Den norske Helsingforskomité (NHC), Norges Røde Kors, Forum for utvikling og miljø (koordinert av Forum og signert av 21 organisasjoner), seks kirkelige organisasjoner i fellesskap (Kvekerhjelp, Mellomkirkelig råd for Den norske kirke, Norges KFUK–KFUM, Sabeel Kairos Norge, Stiftelsen Karibu og Kvekersamfunnet), Kampanjen Mitt Oljefond, WWF Verdens naturfond, Norsk klimanettverk, Australasian Centre for Corporate Responsibility (ACCR), Rådet for dyreetikk, Landsorganisasjonen i Norge (LO), Hydropower Sustainability Alliance, Urgewald, Nordisk Senter for Bærekraftig Finans, Grandmothers Against Genocide, International Campaign to Abolish Nuclear Weapons (ICAN), Stop Killer Robots og Spire og Latin-Amerikagruppene i Norge (LAG) i fellesskap. Utvalget har videre mottatt et felles innspill fra Amnesty International Norge, Fagforbundet, Kirkens Nødhjelp, Norsk Folkehjelp og Redd Barna, et felles innspill fra BankTrack, Fair Finance International, Financial Exclusions Tracker, Forests & Finance Coalition, Oxfam, Profundo og Rainforest Action Network, et arbeidsnotat fra professor Sigve Tjøtta ved Universitetet i Bergen, samt innspill fra noen privatpersoner. Norges kontaktpunkt for ansvarlig næringsliv, som er et offentlig organ, har også gitt innspill.
Alle innspillene er lagt ut på utvalgets hjemmeside: https://nettsteder.regjeringen.no/uerspu/.

28.1 Folkerettslig forankring av det etiske rammeverket

Flere av innspillene omhandler hvordan de nye retningslinjene bør utformes for å ivareta at SPUs investeringer ikke strider mot Norges folkerettslige forpliktelser.

Norges Røde Kors skriver at Norges Banks forvaltning av fondet kan tilskrives den norske stat etter folkeretten, og at de etiske retningslinjene derfor må være prinsipielle og sikre at fondet verken direkte eller indirekte medvirker til folkerettsbrudd. Organisasjonen argumenterer for at etisk risiko også er finansiell risiko: selskaper som medvirker til brudd på internasjonal humanitærrett, kan pådra seg rettslige og omdømmemessige kostnader som på sikt truer fondets avkastning. Røde Kors peker i tillegg på at fondets størrelse gir et særlig ansvar for signaleffekter og for risikoen for å legitimere investeringer som bidrar til folkerettsbrudd. Svekkes retningslinjene, vil Norge etter organisasjonens syn ha mindre evne til å ivareta sine folkerettslige forpliktelser.

NHC peker også på at fondet som heleid statlig virksomhet er omfattet av Norges folkerettslige forpliktelser, og at selskaper som medvirker til internasjonale kjerneforbrytelser i prinsippet kan påføre eierne medansvar. Fondet må etter NHCs syn derfor ha beredskap og tydelige retningslinjer for å unngå slikt ansvar.

NHC nevner som eksempel selskaper som leverer komponenter som gjør at missiler eller droner kan treffe ulovlige mål. Straffansvar for en eier forutsetter etter NHCs syn et vesentlig

bidrag og kjennskap til den ulovlige bruken. En minoritetseier som fondet vil normalt ikke kunne holdes strafferettslig ansvarlig, men NHC mener fondet likevel må avslutte eierskapet dersom selskapet ikke raskt lar seg påvirke til å avslutte folkerettsbruddet.

Forum for utvikling og miljø mener utvalget bør vurdere hvilke folkerettslige begrensninger som gjelder for fondets investeringer, særlig statenes plikt til å hindre og ikke medvirke til folkemord, krigsforbrytelser og alvorlige menneskerettighetsbrudd. Organisasjonene viser til at mandatet ber utvalget belyse forholdet mellom Norges folkerettslige og etiske forpliktelser, men ikke uttrykkelig vurdere hvilke skranker folkeretten setter, og videre at verken Graver-utvalget eller Mestad-utvalget utredet dette. Forpliktelsene som særlig bør vurderes, er etter innspillet folkemordkonvensjonen artikkel 1 og artikkel 3 bokstav e, felles artikkel 1 i Genèvekonvensjonene, forbudene mot tortur og apartheid, samt forpliktelser som gjelder overfor alle stater eller har karakter av ufravikelig folkerett. Under det siste punktet vises det til Den internasjonale domstolens rådgivende uttalelse av 19. juli 2024. Etter organisasjonenes framstilling legger domstolen til grunn at stater er forpliktet til å avstå fra økonomisk samhandling med Israel som befester den ulovlige tilstedeværelsen i de okkuperte områdene.

Amnesty International Norge, Fagforbundet, Kirkens Nødhjelp, Norsk Folkehjelp og Redd Barna har i fellesskap oversendt en folkerettslig utredning utarbeidet av professor Kjetil Mujezinović Larsen ved Universitetet i Oslo. Larsen-utredningen vurderer hvilke rettslige konsekvenser Den internasjonale domstolens rådgivende uttalelse fra juli 2024 om Israels politikk og praksis i de okkuperte palestinske områdene har for Norge gjennom fondets investeringer. Organisasjonene viser til at uttalelsen ikke er omtalt i mandatet, men at norske myndigheter har lagt til grunn at den har betydning for Norges folkerettslige forpliktelser.

Larsen-utredningen konkluderer med at uttalelsen fastslår en plikt for tredjestater til ikke å yte bistand eller støtte til opprettholdelsen av Israels ulovlige tilstedeværelse, og at plikten også omfatter statlige investeringer. Utredningen legger til grunn at det ikke foreligger tilstrekkelig rettslig grunnlag for generelle terskler basert på eierandelens størrelse, investeringens økonomiske betydning eller faktiske påvirkning, eller hvor stor del av selskapets virksomhet som er knyttet til folkerettsbrudd. Avgjørende er om selskapets virksomhet bidrar til å opprettholde den ulovlige situasjonen. Utredningen presiserer samtidig at konklusjonen om at det ikke gjelder noen minsteterskel, ikke er sikker, ettersom den bygger på fravær av kilder som sier det motsatte, og at det utover enkelte utgangspunkter er vanskelig å angi klare kriterier for hva som rammes. Utredningen erkjenner at en så vidtgående konklusjon skaper betydelige praktiske og politiske utfordringer for fondets praksis, men framholder at slike utfordringer ikke kan være avgjørende for forståelsen av hva de rettslige forpliktelsene innebærer.

Organisasjonene framholder at disse konklusjonene utfordrer premisser i mandatet. Det gjelder særlig anmodningen om å vurdere om det bør legges vekt på hvor stor andel av selskapets virksomhet som kan knyttes til etiske normbrudd. Organisasjonene reiser også spørsmål om folkeretten utgjør en ytre rettslig ramme framfor ett av flere hensyn i en avveiing.

Utredningen behandler også plikten etter Genèvekonvensjonenes felles artikkel 1 til å respektere og sikre respekt for konvensjonene under alle forhold, der uttalelsen etter

utredningens syn i hovedsak bekrefter gjeldende rett. Med utgangspunkt i Den internasjonale Røde Kors-komiteens kommentarutgave foreligger det brudd dersom det ytes støtte til en part i en konflikt når det er kjent, eller burde vært kjent, at det er en klar risiko for at støtten brukes til konvensjonsbrudd. Terskelen framstår som lav. Økonomiske bidrag, herunder investeringer, omfattes også.

På spørsmålet om de internasjonale retningslinjene for ansvarlig næringsliv ivaretar de folkerettslige forpliktelsene, legger utredningen til grunn at forpliktelsene i praksis vil oppfylles dersom FNs veiledende prinsipper for næringsliv og menneskerettigheter (UNGP) og OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper følges, men understreker at det er tale om to uavhengige regelsett. Den folkerettslige forpliktelsen framstår som mer absolutt og umiddelbar, mens retningslinjene bygger på en trinnvis tilnærming der investoren først forventes å påvirke selskapet. For okkupert palestinsk territorium har forskjellen etter utredningen begrenset praktisk betydning. Begge regelsett innebærer nå en plikt til å avslutte investeringer i selskaper som bidrar til å gjennomføre Israels politikk i de okkuperte områdene.

De seks kirkelige organisasjonene peker på at grunnleggende normer i internasjonal humanitærrett og menneskerettighetene i økende grad utfordres og undergraves, og at fondets investeringer ikke må bidra til, legitimere eller indirekte støtte alvorlige krenkelser i væpnet konflikt eller under okkupasjon. Organisasjonene viser til at de i over 20 år har fulgt opp vedtak fra sine internasjonale kirkefellesskap om at økonomiske investeringer og innkjøp ikke skal bidra til folkerettsbrudd. De merker seg at begrepet folkerett ikke er omtalt i mandatene for NOU 2020: 7 og NOU 2022: 12. Samtidig er flere menneskerettskonvensjoner gjennom menneskerettsloven er gitt forrang foran norske lovbestemmelser ved motstrid. Organisasjonene framholder videre at aktsomhetskravene i UNGP, særlig prinsipp 7 om statens plikter i konfliktområder, må gjelde også for investorer i selskapene, og med særlig styrke når investoren selv er en stat.

Norges kontaktpunkt for ansvarlig næringsliv viser til at flere av dagens adferdsbaserte kriterier allerede samsvarer direkte med bindende folkerett. Kontaktpunktet anbefaler at rammeverket knyttes tydeligere til UNGP og OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper, slik at det blir enklere å praktisere.

LO har oversendt en utredning om etisk forvaltning av fondet, utarbeidet av John Eirik Grova. LO-utredningen gjennomgår hva UNGP og OECDs retningslinjer innebærer for forvaltningen av SPU i praksis, og berører flere av temaene i dette kapittelet.

Om forholdet til folkeretten viser LO-utredningen til at statens plikt til å beskytte menneskerettighetene etter UNGP også omfatter rollen som økonomisk aktør, herunder som eier av statlige investeringsfond. Staten har dermed et ansvar for at fondets mandat og forvaltning er i samsvar med Norges internasjonale forpliktelser, og for at statseide virksomheter gjennomfører skjerpede aktsomhetsvurderinger der risikoen tilsier det. Det vises også til at FNs komité for økonomiske, sosiale og kulturelle rettigheter i 2020 oppfordret norske myndigheter til å sikre at retningslinjene for observasjon og utelukkelse er i samsvar med FNs konvensjon om økonomiske, sosiale og kulturelle rettigheter. Risikobaserte aktsomhetsvurderinger og internasjonale standarder

Flere innspill legger vekt på at det etiske rammeverket bør forankres i internasjonalt anerkjente standarder for ansvarlig næringsliv, særlig UNGP og OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper. Disse standardene pekes i innspillene på som politisk og geografisk nøytrale, og som en gjenspeiling av de forpliktelser Norge allerede har på en måte som gir forutsigbarhet og likebehandling på tvers av land og sektorer.

Norges kontaktpunkt for ansvarlig næringsliv understreker at et rammeverk bygd på UNGP og OECDs retningslinjer reduserer risikoen for at forvaltningen politiseres gjennom særunntak eller ad hoc-beslutninger. Etter kontaktpunktets framstilling skal selskaper og finansinstitusjoner kunne «vite og vise» hvordan de kartlegger, forebygger og håndterer faktiske og mulige negative konsekvenser. Det er alvorlighetsgraden og sannsynligheten for slike konsekvenser, ikke hvor stor andel av virksomheten forholdet knytter seg til, som skal styre hvilke tiltak som settes inn. Kontaktpunktet viser videre til at retningslinjene skiller mellom å forårsake, å bidra til og å være direkte knyttet til negative konsekvenser gjennom en forretningsforbindelse, at et bidrag må være vesentlig, og at tilknytningen kan endre seg over tid. OECD har etter kontaktpunktets framstilling lagt til grunn at forholdet mellom en investor og et porteføljeselskap er en forretningsforbindelse, også ved minoritetsandeler.

LO-utredningen beskriver aktsomhetsvurderinger som en kontinuerlig prosess med fire elementer: kartlegging av faktisk og potensiell negativ påvirkning, tiltak for å stanse eller redusere påvirkningen, måling av tiltak og resultater, og kommunikasjon om hvordan risiko håndteres. Risikoovervåkingen bør etter utredningen bygge på uavhengige og troverdige kilder, ikke utelukkende på selskapenes egenrapportering eller data fra leverandører av bærekratsdata. Ansvaret gjelder uavhengig av investeringsstrategi og eierandelens størrelse.

Om mandatets spørsmål om hvor stor andel av selskapets virksomhet som kan knyttes til normbrudd, legger utredningen til grunn at prosentvise terskler for ansvar vil være uforenlige med UNGP og OECDs retningslinjer, fordi ansvaret utløses av tilknytningen til alvorlig skade og av alvorlighetsgraden. Slike terskler kan dessuten gi insentiver til å strukturere selskapsforhold for å unngå ansvar.

De kirkelige organisasjonene går imot at alvorligheten av etiske normbrudd relativiseres. Til mandatets spørsmål om andel av selskapets virksomhet framholder de at det sentrale er om selskapets produkter eller tjenester styrker statlige eller ikke-statlige voldsaktørers evne til systematisk å krenke menneskers verdighet på en måte som vedvarende bryter med folkeretten. Alvorligheten av slike forhold blir etter organisasjonenes syn ikke mindre fordi selskapet er stort nok til også å drive med mange andre aktiviteter.

LO-utredningen framholder videre at investorer har et særlig ansvar for skjerpet aktsomhet i konflikt- og høyrisikokontekster, fordi det er der de mest alvorlige bruddene forekommer. UNGP og OECDs retningslinjer forutsetter at investorer først tar for seg risikoen for de mest alvorlige konsekvensene, herunder mulig tilknytning til krigsforbrytelser. I praksis bør fondet etter utredningen ha ordninger som raskt viser hvor store investeringer det har i områder og selskaper som berøres av konflikter. Når krig truer eller bryter ut, bør investeringene gjennomgås, og selskaper som kan ha bånd til partene bør undersøkes først. Eierskapsutøvelsen bør trappes opp straks. *Norges Røde Kors* framholder at kravet til skjerpet aktsomhet bør inntre når selskapers varer eller tjenester brukes eller tilbys i konfliktområder,

uavhengig av om de opprinnelig ble utviklet for et annet formål. Organisasjonen peker på at mer integrerte verdikjeder, begrenset informasjonstilgang og manglende åpenhet gjør risikovurderinger og overvåking av selskapene mer krevende, og samtidig viktigere.

Flere organisasjoner mener fondet i større grad bør vurdere selskaper *før* det investerer i dem. *Norges Røde Kors* anbefaler at det i særskilte høyrisikosektorer eller når det allerede foreligger kjent informasjon om grove normbrudd, vurderes å etablere mekanismer for forhåndsfiltrering eller midlertidig investeringsstans som et supplement til den indeksnære forvaltningsmodellen. *Norges kontaktpunkt for ansvarlig næringsliv* anbefaler aktsomhetsvurderinger av nye investeringer ut over dagens forhåndsfiltrering av selskaper som tas inn i referanseindeksen. *NHC* understreker at fondet må ha kapasitet til å avdekke grove normbrudd før det investeres i et selskap. *De kirkelige organisasjonene* viser i samme retning til at finanskomiteen i Innst. 136 S (2020–2021) ba om en vurdering av risikobasert forhåndsfiltrering som virkemiddel når fondet går inn i markeder med avvikende normer, og der informasjonsinnhentingen om selskapenes adferd er krevende.

Forum for utvikling og miljø etterlyser bedre samsvar mellom det etiske rammeverket og standardene fra FN og OECD, med vekt på risikobaserte og framoverskuende aktsomhetsvurderinger, vurderinger av faktisk bruk av produkter og styrket aktsomhet i væpnede konflikter. Organisasjonene mener utvalget også bør vurdere hvordan fondet kan unngå investeringer i selskaper som bryter ILO-konvensjon 169 og FNs erklæringer om urfolks og småbønders rettigheter, herunder retten til fritt og forhåndsinformert samtykke. Kontaktpunktet framhever i tillegg at institusjonelle investorer, også minoritetsaksjonærer som SPU, kan være direkte knyttet til negative konsekvenser selskaper forårsaker, og derfor har et selvstendig ansvar for å følge opp risiko de har avdekket.

Organisasjonene viser også til at OECDs retningslinjer er rettsliggjort gjennom åpenhetsloven, som ikke gjelder for Norges Bank, og mener det er for lite samsvar mellom de internasjonale standardene og arbeidet med observasjon, utelukkelse og eierskapsutøvelse.

Det felles innspillet fra *BankTrack, Fair Finance International, Financial Exclusions Tracker, Forests & Finance Coalition, Oxfam, Profundo og Rainforest Action Network* framholder at den risikobaserte tilnærmingen er en bærebjelke i rammeverket og bør bekreftes uttrykkelig. Organisasjonene viser til at påstander om alvorlig selskapsadferd sjelden blir fullt ut bevist rettslig eller bekreftet av mellomstatlige organer. En strukturert risikovurdering gjør det mulig å reagere på troverdig og samstemmig informasjon før normbruddet er konstatert. Den gjør det også mulig å møte selskaper med at det foreligger uakseptabel risiko, framfor en påstand om rettslig skyld.

Hydropower Sustainability Alliance anbefaler at vurderinger etter adferdskriteriene og Norges Banks eierskapsutøvelse tar utgangspunkt i sektorspesifikke standarder utformet av flere parter, der slike finnes. Sektorstandarder tilfører etter organisasjonens syn flere detaljer enn generelle rammeverk gir. Organisasjonen forvalter selv *Hydropower Sustainability Standard*.

Spire og Latin-Amerikagruppene i Norge (LAG) viser i sitt felles innspill til et bekymringsbrev fra FNs arbeidsgruppe for næringsliv og menneskerettigheter til Finansdepartementet i mars 2026. Etter organisasjonenes framstilling advarer arbeidsgruppen

om at selskapsdialog ikke kan erstatte utelukkelse der bruddene er særlig alvorlige, og ber Norge sikre at det nye rammeverket beholder utelukkelse som virkemiddel, følger internasjonale standarder og stiller krav om særlig aktsomhet i konfliktområder. Organisasjonene framholder at internasjonale aktører ser hen til fondets retningslinjer.

28.2 Politisk nøytralitet

Flere organisasjoner advarer mot å tilpasse det etiske rammeverket til skiftende politiske prioriteringer. Fondet bør etter deres syn ikke brukes som et politisk verktøy.

Norges kontaktpunkt for ansvarlig næringsliv avviser at hensyn til Norges utenriks- eller sikkerhetspolitiske interesser bør påvirke praktiseringen av de etiske kriteriene i enkeltsaker. UNGP og OECDs retningslinjer er etter kontaktpunktets syn politisk og geografisk nøytrale. Kriteriene må gjelde likt uavhengig av selskapets hjemland eller allianseforhold. Å åpne for unntak vil innebære en politisering av fondet og svekke både rammeverkets legitimitet og tilliten til forvaltningen. Kontaktpunktet mener videre at å ta hensyn til bredere nasjonale interesser i enkeltsaker vil politisere fondet, og at slike interesser bør ivaretas gjennom «koordinering på politisk nivå», ikke gjennom fondets etiske rammeverk. Videre framholder kontaktpunktet at avskrekking som sikkerhetspolitisk virkemiddel ikke bør endre praktiseringen av de adferdsbaserte utelukkelseskriteriene eller produktkriteriet, og at Forsvarets anskaffelser og SPUs investeringer må vurderes separat.

Notatet fra *Kampanjen Mitt Oljefond* advarer mot argumenter som søker å rettferdiggjøre investeringer i kontroversielle våpen med henvisning til allianseforpliktelser eller avskrekking. *De kirkelige organisasjonene* erkjenner at sikkerhets- og alliansepolitikk og forsvarssamarbeid henger sammen, men mener slike hensyn ikke bør begrunne særunntak i de etiske kriteriene. Det avgjørende må etter deres syn være våpentypen og den faktiske bruken av våpnene, ikke hvilket land selskapet er hjemmehørende i. *Forum for utvikling og miljø* advarer også mot at fondet tilpasses skiftende politiske prioriteringer, enten det gjelder forsvarsindustri, energi eller andre strategiske sektorer.

LO-utredningen framholder at det må skilles mellom statens ansvar for forsvars- og sikkerhetspolitikk og Norges Banks rolle som forvalter av en global portefølje. Å åpne for utenrikspolitiske hensyn i vurderingen av enkeltselskaper vil etter utredningen bryte med UNGP og OECDs retningslinjer, som nettopp skal skjerme slike vurderinger fra skiftende politiske prioriteringer. En politisert tilnærming gjør dessuten fondet mer sårbart for press og gjengjeldelse. Utredningen viser til reaksjonene fra amerikanske myndigheter etter utelukkelsen av selskapet Caterpillar i 2025.

BankTrack og de øvrige organisasjonene i det felles innspillet framholder at et rammeverk som anvender internasjonalt anerkjente standarder konsistent, reduserer risikoen for at utelukkelser oppfattes som politisk motiverte eller rettet mot bestemte land eller konflikter.

Norges Røde Kors framholder at en prinsippfast forvaltning sikrer fondets legitimitet og juridiske holdbarhet i en urolig verden, og at fondet i seg selv blir politisert på en uheldig måte om retningslinjene svekkes.

Professor *Sigve Tjøtta* ved Universitetet i Bergen legger i sitt arbeidsnotat til grunn at fondet har vært et politisk verktøy siden det ble opprettet. Politiseringen begynte etter hans syn med institusjonaliseringen av de etiske retningslinjene, der politikk etter hans syn ble pakket inn som etikk og delegert til eksperter i Etikkrådet og til Norges Bank. Politiske spørsmål som framstilles som etiske imperativer, kan etter Tjøttas syn svekke det offentlige ordskiftet, fordi motargumenter risikerer å bli møtt med moralsk fordømmelse framfor saklig uenighet. Han viser også til uttalelser fra fondets leder om klima og om situasjonen i Gaza som eksempler på politisering utenfor retningslinjene.

28.3 Våpeninvesteringer og produktkriterier

Mange av innspillene handler om våpenkriteriet i retningslinjene.

Kampanjen Mitt Oljefond har oversendt et notat fra et offentlig seminar koalisjonen holdt 5. mars om hvorvidt norske sparepenger bør investeres i forbudte våpen. Notatet gjengir synspunkter fra et panel bestående av Susi Snyder fra ICAN, tidligere ambassadør Steffen Kongstad, Etikkrådets tidligere leder Johan H. Andresen og forsker Bruno Oliveira Martins fra Institutt for fredsforskning (PRIO). Ifølge notatet advarte panelet sterkt mot å løse spenningen mellom fondets to etiske forpliktelser ved å svekke grunnleggende humanitære standarder. Forskjellen mellom å kjøpe produkter fra et selskap og å investere i det var blant temaene i diskusjonen. Panelet framholdt at det ikke er empirisk etablert noen klar sammenheng mellom kjernefysisk avskrekking og stabilitet, og at å legge avskrekkingshypotesen til grunn kan bidra til spredning framfor nedrustning. Panelet pekte også på at utviklingen av nye våpen går raskere enn reguleringen, at skillet mellom sivil og militær teknologi blir stadig mindre tydelig, og at rammeverket derfor bør bygge på grunnleggende prinsipper og internasjonale standarder framfor detaljerte oppregninger.

De kirkelige organisasjonene ber utvalget foreslå at dødelige autonome våpen styrt av kunstig intelligens tas inn på listen over produkter fondet ikke kan investere i. Organisasjonene viser til erfaringene med faktisk bruk av slike systemer, herunder israelske styrkers utpeking av mål under Gaza-krigen 2023–2025, og legger til grunn at normutviklingen på området vil tilta, først og fremst gjennom ekspertgruppen under FNs konvensjon om visse konvensjonelle våpen. De understreker samtidig at det avgjørende må være våpentypen og den faktiske bruken, og mener at selskaper som deltar i utviklingen av våpensystemer som ikke er utformet for nødvendig distinksjon mellom sivile og militære mål, og som samarbeider med krigførende parter om opplæring i og betjening av systemene, også må kunne utelukkes på grunnlag av adferd. *Forum for utvikling og miljø* mener forbudet mot investeringer i kjernevåpen må opprettholdes, og framholder at verken UNGP eller OECDs retningslinjer gir støtte for å avgrense vurderingene av våpen som særlig rammer sivile.

De kirkelige organisasjonene framholder på samme måte at det mandatet omtaler som et dilemma mellom forsvarsanskaffelser og utelukkelse, i realiteten ikke er et dilemma, og at det er en vesensforskjell, også rettslig, mellom å kjøpe forsvarsmateriell og å bli medeier i selskapet. Organisasjonene ser med bekymring på at mandatet etter deres syn åpner for investeringer i produksjon av kjernevåpen, og framholder at investeringer i produsentene vil

svekke nødvendige normer mot masseødeleggelsesvåpen. Det gis etter organisasjonenes syn ingen garanti for at kjernevåpen bare vil ha en rolle som avskrekking.

International Campaign to Abolish Nuclear Weapons (ICAN) anbefaler at det produktbaserte utelukkelseskriteriet for kjernevåpen videreføres, og advarer mot enhver svekkelse. ICAN framholder at det ikke bør skilles mellom selskaper fra land Norge har sikkerhetssamarbeid med, og andre selskaper, siden et kjernevåpen produsert for en alliert stat ikke er mindre ødeleggende i sine virkninger. ICAN avviser samtidig at kjernevåpnenes rolle som avskrekking bør tillegges vekt, ettersom avskrekking bygger på en troverdig trussel om bruk.

Norges Røde Kors skriver at produktkriteriene i dagens regelverk har utspring i Norges ratifisering av sentrale våpenkonvensjoner, og at disse kriteriene må videreføres. Særlig klaseammunisjonskonvensjonen og minekonvensjonen inneholder vidtgående medvirkningsbestemmelser. Røde Kors advarer mot å svekke eller fjerne produktkriteriet for kjernevåpen, og foreslår at autonome våpensystemer tilføyes som et nytt produktkriterium.

Om kjernevåpen anerkjenner Røde Kors at det kan oppstå krevende avveiinger når staten både kjøper forsvarsmateriell og forvalter et globalt investeringsfond, men framholder at anskaffelser og kapitalforvaltning har ulike formål og rammer. I et brev av 1. september 2026, etter møte med utvalget 7. august, utdyper organisasjonen forslaget om autonome våpensystemer. Det vises til at våpenkriteriet er teknologinøytralt, og til at Mestad-utvalget i 2020 la til grunn at kriteriet også bør omfatte nye våpentyper som ved normal anvendelse bryter med grunnleggende humanitære prinsipper. Våpen som selv velger ut og angriper mål, utfordrer etter organisasjonens syn prinsippene om distinksjon og proporsjonalitet, og reiser spørsmål om hvem som kan holdes strafferettslig ansvarlig for beslutninger tatt av slike systemer.

Konkret foreslår Røde Kors at våpenkriteriet omfatter autonome våpen utviklet for å operere uten meningsfull menneskelig kontroll. Organisasjonen viser til at Norge i et innspill til FN i 2024 la til grunn at slike våpen er forbudt etter humanitærretten. I tillegg mener Røde Kors at antipersonell autonome våpen, som brukes spesifikt mot mennesker, bør omfattes. Organisasjonen opplyser at norske myndigheter foreløpig ikke har tatt til orde for et forbud mot disse. Kriteriet bør etter organisasjonens syn i hovedsak rettes mot selskaper som står for sluttproduksjonen, men også omfatte leverandører av programvare som utfører kritiske funksjoner knyttet til utvelgelse av mål og den endelige beslutningen om maktbruk.

Stop Killer Robots er en internasjonal koalisjon av over 300 organisasjoner som arbeider for en ny avtale som forbyr og regulerer autonome våpensystemer. Organisasjonen tar til orde for at selskaper som utvikler eller produserer slike systemer, utelukkes etter våpenkriteriet dersom systemene rettes mot mennesker eller virker uten meningsfull menneskelig kontroll. Forslaget ligner på det Norges Røde Kors har lagt fram. Organisasjonen viser til at utviklingen har gått raskt siden Mestadutvalget vurderte spørsmålet i 2020, og at slike våpen nå er i bruk på slagmarken. Vurderingen bør etter organisasjonens syn ta utgangspunkt i graden av menneskelig kontroll, og ikke i en nøyaktig definisjon av hva et autonomt våpen er.

Stop Killer Robots advarer også mot bruk av kunstig intelligens som beslutningsstøtte i krig. Slike systemer bruker ikke selv makt, men kan etter organisasjonens syn føre til at

beslutningstakerne stoler for mye på anbefalinger fra datasystemer, uten tid og kunnskap til å vurdere om et angrep er lovlig. Organisasjonen anbefaler at fondet skjerper aktsomheten og styrker eierskapsutøvelsen overfor selskaper som utvikler militær kunstig intelligens og autonome våpen. Terskelen for utelukkelse bør etter organisasjonens syn gjenspeile de rettslige og etiske risikoene ved teknologien.

Om forholdet mellom å være kunde og investor framholder Røde Kors at kjøp av forsvarsmateriell og forvaltning av fondet bygger på ulike formål, og at det derfor ikke oppstår noe reelt dilemma. Anskaffelser skjer for å ivareta nasjonal sikkerhet, mens fondet investerer som finansiell investor. Det vises til Graver-utvalget, som la til grunn at det ikke nødvendigvis er inkonsistent å nekte fondet å investere i produksjon av våpen som brukes i det norske forsvaret. Blandes formålene sammen, vil fondet etter Røde Kors' syn kunne framstå som et sikkerhetspolitisk virkemiddel.

Sigve Tjøtta legger på sin side til grunn at det foreligger et reelt etisk paradoks, og viser til finansministerens redegjørelse for Stortinget 23. oktober 2025 om at Norge kjøper fregatter og kampfly fra selskaper som samtidig er utelukket fra fondet. Graver-utvalget så etter Tjøttas framstilling ikke noe paradoks, ettersom eierrollen ble ansett å skille seg fra rollen som kunde. Uenigheten viser etter Tjøttas syn at partene bygger på ulike etiske teorier.

Røde Kors mener videre at kriteriet om selskapers salg av våpen til stater i væpnet konflikt bør utvides til også å omfatte produksjon, utvikling, komponentleveranser og teknologisk støtte. Begrunnelsen er at moderne våpensystemer har sammensatte verdikjeder, og at det for droner kan være programvaren som avgjør om systemet kan skille mellom sivile og stridende. Vilkåret om at brudd må være både «systematiske» og «alvorlige», bør etter organisasjonens syn vurderes fjernet eller erstattet, da terskelen ellers kan bli for høy. Røde Kors anbefaler også en uttrykkelig sekkebestemmelse om «andre brudd på internasjonal humanitærrett».

NHC skriver at det er den faktiske bruken av selskapers produkter og tjenester som bør være avgjørende, særlig der produkter kan ha både sivil og militær anvendelse. Dersom selskaper selger varer eller komponenter som gjør folkerettsbrudd mulig, og dette ikke raskt kan endres gjennom eierskapsutøvelse, mener NHC at fondet må trekke seg ut for å redusere risikoen for medansvar.

Norges kontaktpunkt for ansvarlig næringsliv mener det ikke er tilstrekkelig å se på produktkategori isolert, ettersom det etter OECDs retningslinjer og UNGP er risikoen ved bruk og konteksten som er avgjørende. Der det foreligger en kjent eller plausibel risiko for at produkter kan bidra til alvorlige menneskerettighetsbrudd eller brudd på humanitærretten, skal dette inngå i aktsomhetsvurderingene, også når produktene i seg selv er lovlige.

LO-utredningen framholder at en aksjonær i et våpenproduserende selskap er direkte tilknyttet hele selskapets virksomhet, herunder produksjon av våpen eller komponenter som er forbudt etter folkeretten, og at dette også gjelder minoritetsaksjonærer. Om verdikjeder og flerbruksprodukter er det avgjørende etter utredningen om det foreligger en faktisk eller potensiell tilknytning til alvorlig skade, ikke om produktet også har legitime sivile bruksområder. Aktsomhetsvurderingene må være løpende fordi bruksområder kan endre seg. Direkte tilknytning kan utvikle seg til medvirkning dersom risikoen er kjent, eller burde vært

kjent, og selskapet ikke setter inn tilstrekkelige tiltak. Utredningen viser samtidig til at en gruppe investorer arbeider med å utvikle en tilnærming til ansvarlige forsvarsinvesteringer, et arbeid som også omfatter teknologiselskapenes økende rolle i sektoren.

I et innspill fra privatpersonen Michelle Hayman bes utvalget om å anbefale et framskyndet og klart avgrenset spor i det permanente rammeverket for selskaper hvis produkter er dokumentert brukt i pågående folkemord eller tilsvarende masseovergrep. Det gjelder der FN-organer, internasjonale domstoler eller etablerte menneskerettighetsorganisasjoner har fastslått dette. Innspillet ber også utvalget bekrefte at de gjeldende adferdskriteriene om krig, konflikt og våpensalg er ment å fange opp slike tilfeller.

28.4 Internasjonale sanksjonsregimer

NHC mener hensynet til å etterleve internasjonale sanksjoner bør tillegges større vekt i forvaltningen, og anser sanksjoner som sentrale virkemidler for å beskytte menneskerettigheter og folkerett. Organisasjonen anbefaler at fondet utvikler klare kriterier for hvordan selskapers etterlevelse av sanksjoner skal vurderes i eierskapsutøvelse, stemmegiving og ved eventuelle uttrekk, slik at fondet ikke indirekte undergraver internasjonale tiltak.

NHC viser til at målrettede sanksjoner har utviklet seg til et internasjonalt menneskerettighetsinstrument siden USA vedtok sin første Magnitskij-lovgivning i 2012, og at Stortinget i 2021 vedtok en sanksjonslov som gir regjeringen adgang til å slutte seg til sanksjoner med bred internasjonal støtte. Sanksjonene mot Russland etter angrepet på Ukraina framheves som det mest omfattende eksempelet.

NHC viser videre til at organisasjonen høsten 2019 advarte fondet om høy risiko i Russland og pekte på to energiselskaper og en bank som alle var sanksjonert fordi de finansierte Russlands angrep på Ukraina i 2014. Det er etter NHCs syn lite som tyder på at fondet så langt har vektlagt sanksjoner. Konkret anbefales et forventningsdokument om etterlevelse av sanksjoner, at etterlevelse inngår i overvåkingen, eierskapsdialogen og stemmegivningen, og at det vurderes å utelukke selskaper som er sanksjonert eller bryter sanksjoner.

Norges kontaktpunkt for ansvarlig næringsliv viser på sin side til at selskaper som opererer i konflikt- og høyrisikoområder, etter OECDs retningslinjer bør overholde alle relevante sanksjoner.

28.5 Klima- og naturrisiko som systemisk risiko

Klima- og naturrisiko pekes på av flere organisasjoner som en systemisk og ikke-diversifiserbar risiko som må behandles som et kjerneelement i forvaltningen, ikke som et politisk tilleggshensyn.

ACCR viser til Norges Banks egne analyser, som etter ACCRs gjengivelse tilsier at fysisk klimarisiko kan redusere verdien av fondets amerikanske aksjeportefølje med om lag 19 prosent under gjeldende politikkscenarioer, og at olje- og gassektoren de siste 15 årene har hatt svakere avkastning enn samtlige andre sektorer i MSCI-indeksen. Med en eierandel på om lag 1,5 prosent av globale aksjer kan fondet etter ACCRs syn ikke forholde seg passivt til

systemisk risiko. Rammeverket bør gi rom for mer aktiv risikohåndtering enn en streng indeksforvaltning tillater.

WWF peker på at streng indeksforvaltning kan binde fondet til systemisk risiko når klima- og naturrisiko ikke er tilstrekkelig priset i markedene. Organisasjonen framholder at mandatet bygger på en premiss om at fondet skal forbli et globalt og i hovedsak passivt indeksfond, og at ethvert avvik i seg selv innebærer økt risiko. Dette premisset bør etter WWFs syn drøftes og utfordres, ettersom fondets struktur ble etablert i en periode da både størrelsen og eierrollen var vesentlig mindre, og da verken Parisavtalen eller naturavtalen forelå.

WWF framholder videre at referanseindeksen vekter selskaper utelukkende etter markedsverdi, og at dette forutsetter at markedene priser klima- og naturrisiko tilstrekkelig. Balansen mellom indeksnær forvaltning og målet om ansvarlig forvaltning avhenger etter WWFs syn av hvilket handlingsrom fondet har til å avvike fra indeksen.

Norsk klimanettverk skriver at ansvarlig kapitalforvaltning forutsetter at investeringene er forenlige med et stabilt klima og intakte økosystemer, og at kortsiktige investeringsbeslutninger kan innebære økt langsiktig risiko for framtidige generasjoner. Klima- og naturkrisen er etter nettverkets syn et forvaltningsspørsmål snarere enn et politisk spørsmål. Rammeverket bør forplikte fondet til investeringer som er forenlige med et stabilt klima og intakt natur, framfor å begrense seg til å unngå skade.

Forum for utvikling og miljø viser til Norges Banks anslag om at minst 20 prosent av fondets verdi kan gå tapt for hver grad celsius den globale temperaturen øker, og til forskning om at tap av biologisk mangfold kan utgjøre sjokk for verdensøkonomien. Organisasjonene mener klimakriteriet har vist seg vanskelig å bruke fordi det mangler operasjonelle terskler, og foreslår fire virkemidler: at selskaper som deltar i eller finansierer politisk påvirkning som systematisk motarbeider klimapolitikk i tråd med Parisavtalen, kan utelukkes, at det settes terskler knyttet til finansiering av nye fossilprosjekter, at investeringer i fossile selskapsobligasjoner forbys med mindre obligasjonene er grønne, og at leting og utvinning av olje og gass i Arktis defineres som særlig skadelig.

BankTrack og de øvrige organisasjonene i det felles innspillet mener klimaendringer både er et etisk spørsmål og en systemisk finansiell risiko, og at rammeverket bør gi forutsigbare mekanismer for å håndtere selskaper hvis virksomhet er grunnleggende uforenlig med internasjonalt anerkjente klimamål. De viser til at klimakriteriet ikke har ført til utelukkelser etter at ansvaret ble overført til Norges Bank i 2022, og foreslår at det klargjøres at betydelig fossil ekspansjon i strid med Det internasjonale energibyråets anbefalinger kan nå terskelen for utelukkelse.

Urgewald peker på at fondet etter organisasjonens beregninger er verdens niende største institusjonelle investor i fossil energi, og at fondet er investert i selskaper som står for 18 prosent av verdens kullkraftkapasitet og 44 prosent av verdens olje- og gassproduksjon, selv om fossile investeringer utgjør under 5 prosent av fondets samlede verdi. Organisasjonen, som utarbeider datagrunnlag om kull-, olje- og gassektoren for finansinstitusjoner, framholder at kullkriteriet fra 2015 gjorde fondet til en foregangsinvestor, men at kriteriet i hovedsak har stått uendret siden, mens andre europeiske finansinstitusjoner gradvis har strammet inn.

Organisasjonen peker på at fondet fortsatt er investert for om lag 8 milliarder dollar i selskaper som utvikler nye kullkraftverk, kullgruver eller kullinfrastruktur.

Urgewald anbefaler at det innføres et forbud mot investeringer i selskaper som utvikler ny kullvirksomhet, at inntektstersklene for utelukkelse strammes gradvis inn, og at fondet forplikter seg til å avvikle kulleksponeringen i OECD-land innen 2030 og i øvrige land innen 2040. For olje og gass viser organisasjonen til at klimakriteriet bare har vært anvendt ved utelukkelsen av fire selskaper innen utvinning av oljesand i 2020, og at kriteriet etter organisasjonens syn har ligget ubrukt etter at ansvaret ble overført til Norges Bank i 2022. Urgewald framholder at 132 europeiske finansinstitusjoner har innført begrensninger overfor olje- og gassektoren, og mener fondet bør slutte å delta i aksje- og obligasjonsemisjoner fra selskaper som utvikler nye olje- og gassressurser. Etter organisasjonens syn bør det nå også vurderes produktbaserte kriterier for olje og gass.

Nordisk Senter for Bærekraftig Finans framholder at fondets størrelse gir et etisk ansvar for hvordan investeringene bidrar til å framskynde eller bremse klimaendringene, og at dette ansvaret etter organisasjonens syn ikke er omtalt i utvalgets mandat. Organisasjonen ber utvalget belyse hvilke etiske forpliktelser som følger for fondet av Norges forpliktelser etter Parisavtalen, og framholder at ansvaret mellom generasjoner også omfatter kommende generasjoner i andre land, ettersom fondet er en global investor. Det vises til at fondet etter en kartlegging fra Reclaim Finance i 2026 er Europas største investor i fossil energi, og til at de langsiktige konsekvensene av slike investeringer i praksis blir underordnet kortsiktige hensyn, til tross for fondets klimahandlingsplan og forventningsdokument om klima. Organisasjonen anbefaler at kullkriteriet skjerpes slik at det samsvarer med gjeldende bransjestandard, og slutter seg for øvrig til forslagene fra Forum for utvikling og miljø om klimalobbyvirksomhet, terskler for finansiering av nye fossilprosjekter, forbud mot fossile selskapsobligasjoner og om leting og utvinning i Arktis.

28.6 Miljøhensyn

Flere organisasjoner etterlyser tydeligere kriterier rettet mot miljøskade i det etiske rammeverket.

Forum for utvikling og miljø anbefaler å styrke kriteriet om alvorlig miljøskade og konkretiserer forslaget i tre punkter: at kriteriet utvides til selskaper som opererer i land- og havområder der det er uakseptabel risiko for medvirkning til miljøskade, som de strengeste vernekategoriene, verdensarvområder og Key Biodiversity Areas, at det omfatter selskaper som systematisk viser manglende evne til å ta tak i avskoging i verdikjeden, og at det åpner for utelukkelse av selskaper som driver med eller har kjernevirksomhet innen gruvedrift på havbunnen. Organisasjonene mener også at selskaper som driver politisk påvirkning mot klimapolitikk, bør rammes av retningslinjene.

WWF stiller seg bak Forum-innspillet og fremmer tilsvarende forslag under kriteriene om alvorlig miljøskade og uakseptable klimagassutslipp, med underkriterier rettet mot politisk påvirkning som motarbeider klimapolitikk, mot leting og utvinning av olje og gass i Arktis og mot finansiering av nye fossilprosjekter. Organisasjonen anbefaler at slike underkriterier gjøres synlige og offentlig tilgjengelige, enten i mandatet eller i Etikkrådets fortolkning av

det, og viser til at Storebrand har innført et kriterium rettet mot klimafiendtlig lobbyvirksomhet.

Norsk klimanettverk viser til at grønne aksjefond etter nettverkets framstilling gjør det godt, og at investeringer i selskaper som ikke omstiller seg, kan innebære større risiko og skape systemisk sårbarhet. *ACCR* argumenterer for et mer resultatrettet og tidsavgrenset eierskapsarbeid med klare forventninger, definerte løp for opptrapping av virkemidlene, og der dialog, stemmegiving og uttrekk ses i sammenheng også på klimaområdet.

Spire og LAG ber om at klima og miljø løftes eksplisitt i det nye rammeverket, og om at det legges til grunn at Norge oppfyller sine forpliktelser etter internasjonale avtaler om klima og natur. Organisasjonene ber videre om at retningslinjene styrkes med vekt på folkeretten, menneskerettigheter, urfolks rettigheter, miljø- og klimahensyn og demokrati, og om reelle mekanismer for utelukkelse ved brudd på OECDs retningslinjer og UNGP. Spire og LAG slutter seg for øvrig til innspillet fra Forum for utvikling og miljø.

28.7 Folkehelse – alkohol

Forum for utvikling og miljø mener alkoholselskapers virkning på folkehelsen bør tas hensyn til i rammeverket, og viser til dokumenterte skadevirkninger og til WHOs anbefalinger om alkoholpolitiske tiltak. Organisasjonene opplyser at fondet eier aksjer for 138 milliarder kroner i alkoholselskaper, og viser til en rapport fra Universitetet i Stirling fra 2025, bestilt av FORUT, som undersøker 61 eksempler fra seks land i Afrika sør for Sahara. Rapporten beskriver etter organisasjonenes framstilling hvordan sponsing, donasjoner og partnerskap brukes til å bygge legitimitet, at flere tiltak er rettet mot unge, og at alkoholselskaper i Sør-Afrika systematisk har motarbeidet ny alkohollovgivning. Organisasjonene anbefaler at eierskapsutøvelse brukes til å stille krav med klare tidsfrister, med utelukkelse som konsekvens ved manglende oppfølging, og mener det bør vurderes et kriterium tilsvarende det som i dag gjelder for tobakk.

28.8 Dyrevelferd i fondets investeringer

Rådet for dyreetikk anbefaler at dyrevelferd gis en tydeligere plass i fondets etiske rammeverk, både av etiske grunner og som følge av økende omdømme- og markedsrisiko knyttet til uansvarlig dyrehold. Rådet viser til internasjonale rangeringer som etter rådets framstilling tyder på at hoveddelen av fondets investeringer i matproduksjon er plassert i selskaper med lave dyrevelferdsstandarder. Rådet anbefaler at Norges Bank utarbeider et eget forventningsdokument om dyrevelferd, med krav til gode levemiljøer, veterinærtilgang, trygg transport og humane slaktemetoder. Etter rådets syn bør utelukkelse og observasjon også kunne begrunnes i dyrevelferdshensyn.

I forventningsdokumentet bør det etter rådets syn framgå at selskapene skal anerkjenne de fem friheter, forholde seg til standarder fra Verdens dyrehelseorganisasjon og OECDs retningslinjer, og rapportere årlig på tallfestede mål. Rådet anbefaler videre at nærmere angitte praksiser fases ut, herunder fiksering av purker, rutinemessig lemlestelse som nebbtrimming og halekupering, kastrering uten bedøvelse og avliving av overskuddsdyr.

28.9 Eierskap, eierskapsutøvelse og opptrapping av virkemiddelbruk

Et gjennomgående tema er ønsket om en mer effektiv og troverdig eierskapsutøvelse med tydelige mekanismer for å ta i bruk sterkere virkemidler, der utelukkelse bør være en mulighet.

Norges Røde Kors understreker at eierskapsutøvelse er et viktig, men utilstrekkelig virkemiddel alene, med begrenset effekt når risikoen er knyttet til selskapenes kjernevirksomhet, langvarige avtaler eller leveranser til væpnede konflikter. Utelukkelse er etter organisasjonens syn et nødvendig siste virkemiddel. En troverdig uttrekksmekanisme bidrar i seg selv til mer effektiv eierskapsutøvelse. Røde Kors framholder videre at aktsomhetsvurderinger først og fremst er et prosessverktøy og ikke i seg selv gir rettslig grunnlag for å avslutte investeringer. Risikobaserte nedsalg gjelder dessuten først og fremst mindre investeringer begrunnet i bærekraftsrisiko og avkastning. Det framstår derfor som usikkert om nedsalg kan skje på utelukkende folkerettslig grunnlag.

WWF og *ACCR* mener det er et problem at fondets nærhet til referanseindeksen begrenser eierskapsutøvelsens troverdighet, siden det ikke er en reell mulighet til uttrekk ved manglende framgang. WWF foreslår at dialog med selskaper i større grad knyttes til konkrete forventninger og frister, og at det er en klar sammenheng mellom manglende framdrift og bruk av sterkere virkemidler, herunder stemmegivning mot styret og som siste utvei nedsalg.

Forum for utvikling og miljø etterlyser at manglende virkning ved eierskapsutøvelse i større grad bør kunne føre til uttrekk. *Norges kontaktpunkt for ansvarlig næringsliv* skriver at eierskapsutøvelse og påvirkning er viktige virkemidler i førstelinjen, men at disse ikke alltid vil være tilstrekkelige. I situasjoner med krig og konflikt der risikoen for grove og irreversible brudd er høy, må aktsomhetsvurderingene etter Kontaktpunktets syn skjerpes og gjennomføres raskere.

Kontaktpunktet konkluderer med at det er vanskelig å se hvordan forventningene i UNGP og OECDs retningslinjer kan ivaretas uten en mekanisme for utelukkelse eller nedsalg i situasjoner med særlig alvorlige negative konsekvenser der påvirkning ikke lykkes. Kontaktpunktet viser samtidig til at utelukkelse også kan være den første responsen, for eksempel gjennom retningslinjer for særlig skadelige industrier eller produkter, og at en investor som følger en passiv indeks, kan vurdere å gå over til en tilpasset indeks som utelukker kjent risiko.

Kontaktpunktet viser videre til at OECDs sektorveiledninger gir holdepunkter for tempo og terskler. I konfliktsammenheng bør målbar risikoreduksjon sikte mot betydelig forbedring innen seks måneder. Veiledningen for konfliktmineraler angir handlinger det ikke er akseptabelt å tjene penger på, herunder tortur, tvangsarbeid, seksualisert vold, krigsforbrytelser og folkemord.

De kirkelige organisasjonene foreslår at Norges Bank gis eksplisitt mandat til midlertidig å trekke investeringer ut av selskaper med en uomtvistet aktiv rolle i pågående situasjoner som er gjenstand for undersøkelse av internasjonale rettsinstanser, uten å måtte avvente endelig rettskraftig avgjørelse. Organisasjonene har oversendt et forslag til ordlyd, og viser til at

behovet for raskere reaksjon er understreket av erfaringene fra 2023–2025. *Rådet for dyreetikk* anbefaler at utelukkelse og observasjon benyttes ved alvorlige og godt dokumenterte dyrevelferdsbrudd, og at utelukkelse også bør kunne brukes der selskaper ikke gir tilstrekkelig informasjon eller viser manglende vilje til forbedring.

Flere organisasjoner imøtegår mandatets bekymring for at mange og store selskaper kan bli utelukket. *WWF* viser til at kun fire selskaper historisk er utelukket etter klimakriteriet og 33 etter kriteriet om alvorlig miljøskade, i hovedsak mindre selskaper. *Norges Røde Kors* mener bekymringen er overdrevet, og viser til at terskelen for grove normbrudd er høy og at utelukkelse historisk har vært brukt sjelden.

LO-utredningen framholder at UNGP og OECDs retningslinjer ikke innebærer et valg mellom eierskapsutøvelse og uttrekk, men en risikobasert prosess der virkemidlene brukes komplementært. Eierskapsutøvelse forventes som første tiltak, mens uttrekk bør vurderes når påvirkning ikke virker og alvorlighetsgraden tilsier det. Manglende adgang til uttrekk svekker etter utredningen troverdigheten til eierskapsutøvelsen. Argumenter om at enkelte selskaper er for store til å kunne holdes ansvarlige, er uforenlige med standardene. Utredningen viser til at FNs arbeidsgruppe for næringsliv og menneskerettigheter i mars 2026 uttalte at det å fjerne muligheten for uttrekk ved brudd på internasjonale normer ikke er forenlig med UNGP.

BankTrack og de øvrige organisasjonene i det felles innspillet mener utelukkelse bør bestå som en troverdig opptrappingsmekanisme når eierskapsutøvelse ikke fører til tilstrekkelig forbedring, og viser til at muligheten for utelukkelse i seg selv gir selskaper insentiv til å svare på investorers bekymringer. Organisasjonene framholder at begrepet universelt eierskap ikke bør forstås som et krav om fortsatt eierskap i selskaper som vedvarende og alvorlig bryter internasjonale normer.

28.10 Organisering

Flere innspill omhandler arbeidsdelingen mellom Norges Bank og Etikkrådet og organiseringen av arbeidet med etikk.

Norges kontaktpunkt for ansvarlig næringsliv skisserer en mulig modell for organisering der Norges Bank skal ha hovedansvar for eierskapsdialog og påvirkning, og der saker skal overføres til Etikkrådet for vurdering dersom dialogen ikke fører fram. Kontaktpunktet understreker samtidig at Etikkrådet bør beholde muligheten til å gi råd basert på egne undersøkelser, og at et uavhengig råd best kan sikre at anbefalingene er faglig funderte og åpne.

Forum for utvikling og miljø ber utvalget vurdere om initiativretten for klimakriteriet bør føres tilbake fra Norges Bank til Etikkrådet, og viser til at kriteriet ikke har ført til noen utelukkelser etter at initiativretten ble overført i 2022.

Rådet for dyreetikk anbefaler at Etikkrådets arbeid styrkes gjennom økte ressurser til sekretariatet og kompetansebygging, og peker på at sekretariatet ofte møter utfordringer med å innhente tilstrekkelig informasjon fra selskaper som utredes.

LO-utredningen anbefaler at Etikkrådets rolle forankres tydeligere i UNGP og OECDs retningslinjer, og at rådet gis et eksplisitt mandat til å overvåke porteføljen, gjennomføre undersøkelser på eget initiativ ved troverdig informasjon om alvorlige normbrudd, og gi råd både om eierskapsutøvelse og om uttrekk. Etikkrådets praksis har ifølge utredningen tatt utgangspunkt i retningslinjene framfor standardene direkte, slik at kategorien direkte tilknytning gjennom forretningsforbindelser i liten grad har kommet til uttrykk.

Utredningen anbefaler videre at mandatet tydeliggjør at ansvarlig forvaltning i samsvar med UNGP og OECDs retningslinjer inngår som en integrert del av oppdraget med å sikre langsiktig avkastning til akseptabel risiko. Det foreslås at retningslinjene rammes inn som retningslinjer for ansvarlige investeringer, at Norges Banks eget ansvar for løpende aktsomhetsvurderinger av hele porteføljen presiseres uavhengig av Etikkrådet, og at det åpnes for at risikobaserte nedsalg også kan bygge på hensynet til menneskerettigheter og miljø. Samarbeid med andre investorer framheves som en sentral del av virkemiddelbruken. Samarbeid kan både styrke gjennomslaget og redusere risikoen for at enkeltinvestorer alene eksponeres for politiske reaksjoner.

BankTrack og de øvrige organisasjonene i det felles innspillet framholder at rammeverket bør bevare institusjonelle ordninger som sikrer at de etiske vurderingene er uavhengige av forvaltningen, uavhengig av hvilken organisasjonsmodell som velges. Dagens modell med et uavhengig etikkråd reduserer etter organisasjonenes syn risikoen for interessekonflikter mellom rollen som langsiktig investor og den objektive anvendelsen av kriteriene. Knyttes de etiske vurderingene organisatorisk tettere til forvaltningen, øker risikoen for at kommersielle hensyn påvirker vanskelige etiske vurderinger, eller oppfattes å gjøre det.

Sigve Tjøtta har oversendt et arbeidsnotat med forslag til et alternativt etisk rammeverk. Utgangspunktet er at dagens rammeverk etter Tjøttas syn bygger på en kasuistisk etikklære, der nye tilfeller vurderes ved sammenlikning med tidligere vurderte tilfeller. Tjøtta foreslår at kriteriene for utelukkelse fjernes, og at beslutningsmyndigheten flyttes fra eksperter til en jury på tolv medlemmer trukket tilfeldig fra befolkningen. Etter forslaget forutsetter utelukkelse at minst ti av tolv stemmer for. Avstemningen skal være hemmelig. Juryen skal ikke begrunne sin beslutning.

28.11 Åpenhet, rapportering og legitimitet

Flere organisasjoner peker på hensynet til åpenhet og etterprøvbar rapportering som en grunnleggende forutsetning for et troverdig etisk rammeverk.

Norges Røde Kors advarer mot å fjerne publiseringene av Etikkrådets anbefalinger og bankens beslutninger om observasjon og utelukkelse. Røde Kors mener det er behov for mer, ikke mindre, åpenhet.

Forum for utvikling og miljø etterlyser mer åpenhet og etterprøvbarhet i eierskapsutøvelsen slik at det er mulig for omverdenen å vurdere om dialog faktisk gir resultater. Organisasjonene skriver at åpenhet ikke bare er et kommunikasjonshensyn, men en forutsetning for legitimitet og tillit til forvaltningen.

WWF peker på at fondets høye grad av åpenhet har vært en sentral kilde til legitimitet og troverdighet og gir et godt grunnlag for effektiv eierskapsutøvelse. WWF mener samtidig at eierskapsarbeidet må bli lettere å følge utenfra. Det krever klarere rammer, åpenhet om hva som forventes av selskapene og tydelig beskjed om hvilke følger manglende framdrift får. *Norges kontaktpunkt for ansvarlig næringsliv* understreker at et rammeverk forankret i UNGP og OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper forutsetter at investorer kan dokumentere hvordan de kartlegger, forebygger og håndterer risiko for negative konsekvenser. Denne rapporteringsplikten er etter kontaktpunktets syn en forutsetning for at fondets etiske forpliktelser skal kunne håndheves konsistent og troverdig over tid.

Røde Kors peker også på at beslutninger om risikobaserte nedsalg ikke offentliggjøres, og at det derfor er uklart hvordan de vurderes opp mot aktsomhetskravet.

Forum for utvikling og miljø viser til at det i dag i stor grad rapporteres på aggregert nivå, slik at det ikke er mulig å vite om eierskapsutøvelsen fører til endret adferd i enkeltselskaper. Dermed er det heller ikke mulig for offentligheten å vurdere om Etikkrådet burde vært involvert i vurderingen av enkeltselskaper.

LO-utredningen framholder at åpenhet er et grunnprinsipp i UNGP og OECDs retningslinjer, samtidig som rammeverkene åpner for tilpasninger der full åpenhet kan svekke effekten av eierskapsutøvelsen eller utsette berørte grupper for risiko. For en investor av fondets størrelse innebærer dette en særskilt avveiing mot hensynet til markedspåvirkning fram til et salg er gjennomført. At Etikkrådets tilrådinger offentliggjøres, framheves som en viktig måte å sette åpenhetsprinsippet ut i livet på. Utredningen viser videre til at en tydelig forankring i internasjonalt anerkjente standarder kan styrke beslutningstakernes evne til å stå fast ved en prinsipiell forvaltning og redusere risikoen for selektiv praksis. Det vises også til en undersøkelse gjennomført av sivilsamfunnsorganisasjoner i 2026, som etter utredningens framstilling indikerer at et flertall i befolkningen aksepterer lavere avkastning dersom det bidrar til å unngå menneskerettighetsbrudd.

BankTrack og de øvrige organisasjonene i det felles innspillet mener offentlige lister over utelukkede selskaper og selskaper under observasjon bør bestå. Listene gir etter organisasjonenes syn markedet tydelige signaler, øker selskapenes insentiver til å rette opp forholdene og støtter andre investorers eierskapsarbeid. Organisasjonene ber også om mer utførlige begrunnelser, slik at det blir mer forutsigbart hvordan normene tolkes og anvendes.

Spire og LAG framholder at prosessen med å sette Etikkrådets arbeid i bero og utformingen av utvalgets mandat var udemokratisk og kritikkverdig. Organisasjonene viser til at fondet forvalter fellesskapets midler og derfor bør speile befolkningens interesser.

Grandmothers Against Genocide viser til at organisasjonen i april 2025 anmeldte fire politikere for medvirkning til folkemord, forbrytelser mot menneskeheten og krigsforbrytelser, med bakgrunn i fondets investeringer. Anmeldelsen er henlagt, og dette er påklaget til Riksadvokaten. Organisasjonen har oversendt eget dokumentasjonsmateriale om fondets investeringer i selskaper som den mener FN-organer har bedt investorer trekke seg ut av. Den foreslår at Norges Bank forpliktes til å redegjøre for investeringer i selskaper som FN-organer, Amnesty International og Human Rights Watch har omtalt som medvirkende til

krigsforbrytelser. Etter organisasjonens syn er det behov for regler som holder investeringene klart unna slike tilfeller, uavhengig av den strafferettslige vurderingen.

Litteraturliste

Amnesty International. (2026). Erasing Anything Palestinian: Israel's Ethnic Cleansing of West Bank Bedouin and Herding Communities, MDE 15/1103/2026. Tilgjengelig på amnesty.org.

Angel One. (2026, 2. mars). Adani Green share price in focus after Norway's sovereign wealth fund excludes company over investment criteria. https://www.angelone.in/news/stocks/adani-green-share-price-in-focus-after-norway-s-sovereign-wealth-fund-excludes-company-over-investment-criteria.

Anthropic. (2026, 13. juni). Statement on the directive to suspend Fable 5 access. https://www.anthropic.com/news/fable-mythos-access.

Apple. (2023). Supplier List. Regnskapsåret 2023. https://s203.q4cdn.com/367071867/files/doc_downloads/2024/04/Apple-Supplier-List.pdf.

Arizona Revised Statutes § 35-393. (u.å.). Arizona, USA. Hentet 24. juni 2026 fra https://www.azleg.gov/ars/35/00393.htm.

Barko, T., Cremers, M., og Renneboog, L. (2022). «Shareholder Engagement on Environmental, Social, and Governance Performance». Journal of Business Ethics, 180(2), 777–812.

Becht, M., Mejino-López, J., og Wolff, G. (2026). «Who Controls the Defence Industry?». Bruegel Working Paper 08/2026. https://doi.org/10.64153/QGUR7847.

Beetham, D. (1991). The Legitimation of Power. Macmillan Education.

Berg, F., Kölbel, J.F., og Rigobon, R. (2022). «Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings». Review of Finance, 26(6), 1315–1344.

Berk, J.B., og Van Binsbergen, J.H. (2025). «The Impact of Impact Investing». Journal of Financial Economics, 164, artikkel 103972.

Bessembinder, H. (2018). «Do Stocks Outperform Treasury Bills?». Journal of Financial Economics, 129(3), 440–457.

Bessembinder, H. (2026). «One Hundred Years in the U.S. Stock Markets». SSRN Working Paper 6438198 (20. mars 2026). https://ssrn.com/abstract=6438198.

Bessembinder, H., Chen, T.-F., Choi, G., og Wei, K.C.J. (2023). «Long-Term Shareholder Returns: Evidence from 64,000 Global Stocks». Financial Analysts Journal, 79(3), 33–63.

BlackRock Investment Stewardship. (2025). 2025 Global Voting Spotlight. https://corpgov.law.harvard.edu/2025/12/09/2025-global-voting-spotlight/.

Blitz, D., og Swinkels, L. (2023). «Does Excluding Sin Stocks Cost Performance?». Journal of Sustainable Finance & Investment, 13(4), 1693–1710.

Braun, A., Schmeiser, H., og Schreiber, F. (2017). «Portfolio Optimization Under Solvency II: Implicit Constraints Imposed by the Market Risk Standard Formula». Journal of Risk and Insurance, 84(1), 177–207.

Business Standard. (2026, 27. februar). Norway's sovereign wealth fund drops Adani Green Energy from its portfolio. https://www.business-standard.com/companies/news/norway-sovereign-wealth-fund-pulls-out-adani-126022701021_1.html.

CalPERS. (2023, 16. november). CalPERS Announces $100 Billion Net Zero Pledge and New Climate Accountability Measures. Pressemelding. https://www.calpers.ca.gov/investments/sustainable-investments-program/net-zero.

Carli, E. (2024). Obligations Erga Omnes, Norms of Jus Cogens and Legal Consequences for "Other States" in the ICJ Palestine Advisory Opinion, 26. August 2024. EjIL:Talk!. https://www.ejiltalk.org/obligations-erga-omnes-norms-of-jus-cogens-and-legal-consequences-for-other-states-in-the-icj-palestine-advisory-opinion/.

Chen, Y., og Israelov, R. (2024). «Exclude with Impunity: Personalized Indexing and Stock Restrictions». Financial Analysts Journal, 80(2), 7–25.

Chesterman, S. (2011). «Laws, Standards, or Voluntary Guidelines?». I G. Nystuen, A. Føllesdal og O. Mestad (red.), Human Rights, Corporate Complicity and Disinvestment, 222–239. Cambridge University Press.

Cifrino, D.A. (2024). «The Politicization of ESG Investing». Harvard ALI Social Impact Review. https://www.sir.advancedleadership.harvard.edu/articles/politicization-of-esg-investing.

Clarke, R., de Silva, H., og Thorley, S. (2002). «Portfolio Constraints and the Fundamental Law of Active Management». Financial Analysts Journal, 58(5), 48–66.

Colorado House Bill 16-1284. (2016). Colorado, USA. Hentet 24. juni 2026 fra https://leg.colorado.gov.

Congressional Research Service. (2025). The U.S. Nuclear Security Enterprise: Background and Possible Issues for Congress. R48194. https://www.congress.gov/crs-product/R48194.

Den europeiske menneskerettsdomstolen (storkammer). (2016). *Magyar Helsinki Bizottság mot Ungarn* (klagesak nr. 18030/11). Dom 8. november 2016.

Den internasjonale domstolen (ICJ). (1996). Legality of the Threat or Use of Nuclear Weapons, Advisory Opinion. I.C.J. Reports 1996, s. 226.

Den internasjonale domstolen (ICJ). (2007). Application of the Convention on the Prevention and Punishment of the Crime of Genocide (Bosnia and Herzegovina v. Serbia and Montenegro), Judgment. I.C.J. Reports 2007, s. 43.

Den internasjonale domstolen (ICJ). (2024). Legal Consequences arising from the Policies and Practices of Israel in the Occupied Palestinian Territory, including East Jerusalem, Advisory Opinion. I.C.J. Reports 2024.

Den internasjonale Røde Kors-komiteen (ICRC). (2016). Commentary on the First Geneva Convention. Tilgjengelig på ihl-databases.icrc.org.

Derrien, F., Krüger, P., Landier, A., og Yao, T. (2025). «ESG News, Future Cash Flows, and Firm Value». The Journal of Finance, 80(6), 3499–3554.

Det hvite hus. (2025). Executive Order 14366 – Protecting American Investors from Foreign-Owned and Politically-Motivated Proxy Advisors. 11. desember 2025. Tilgjengelig på whitehouse.gov.

Direktiv 2003/4/EF. (2003). Europaparlaments- og rådsdirektiv av 28. januar 2003 om offentlig tilgang til miljøinformasjon og om oppheving av rådsdirektiv 90/313/EØF.

International Monetary Fund. (1944, med senere endringer). Articles of Agreement of the International Monetary Fund.

International Monetary Fund. (2025). World Economic Outlook: A Critical Juncture amid Policy Shifts. April 2025.

Direktiv (EU) 2022/2464 (Corporate Sustainability Reporting Directive).

Dodds, K. (2019). Geopolitics: A Very Short Introduction (3. utg.). Oxford University Press.

DutchNews. (2025, 18. februar). Dutch pension fund ABP sold Meta and Alphabet as well as Tesla. https://www.dutchnews.nl/2025/02/dutch-pension-fund-abp-sold-meta-and-alphabet-as-well-as-tesla/.

Ekspertgruppe nedsatt av Finansdepartementet. (2021). Klimarisiko og Oljefondet. Rapport 15. august 2021. https://www.regjeringen.no/contentassets/fb49a0e957324d7caadb625c6ec4490c/no/pdfs/r-0655-b-klimarisiko-og-oljefondet.pdf.

Ekspertrådet for Statens pensjonsfond utland. (2026). Rapport 2025. https://www.regjeringen.no/contentassets/0787c12997794ff6aa069d897e2c7c23/rapport_ekspertradet_spu_230126_endelig.pdf.

Eriksen (2022). «Petroleumsfondet og handlingsregelen – bakgrunn og utviklingstrekk. Noen glimt fra innsiden av Finansdepartementet». Samfunnsøkonomen, nr. 4, 5–22.

Etikkrådet. (2008). Høringsuttalelse fra Etikkrådet i forbindelse med evaluering av de etiske retningslinjene for Statens pensjonsfond – Utland. Brev til Finansdepartementet 29. september 2008. https://www.regjeringen.no/contentassets/6d601171e3484f2798588867e9bd60be/horingsdokument.pdf.

Etikkrådet. (2020). Tilrådning om observasjon av ThyssenKrupp AG. https://files.nettsteder.regjeringen.no/wpuploads01/blogs.dir/275/files/2021/03/Tilr%C3%A5dning-Thyssenkrupp-AG-observasjon.pdf.

Etikkrådet. (2021a). *Tilråding om å utelukke Oil & Natural Gas Corp Ltd fra Statens pensjonsfond utland*. 8. januar 2021.

Etikkrådet. (2021b). Brev til Finansdepartementet 14. desember 2021 om evaluering av klimakriteriet.

https://www.regjeringen.no/contentassets/05c6e37b84624545a3aaf4276cd79acb/2021-12-14-brev-etikkradet-evaluering-klimakriteriet.pdf.

Etikkrådet. (2024). Etikkrådets arbeid med selskaper som har virksomhet i tilknytning til Vestbredden og Gaza. Brev til Finansdepartementet 30. august 2024. https://www.regjeringen.no/contentassets/463c2284078a49fd982f996f39c3453f/brev-fra-etikkradet-til-finansdepartementet.pdf.

Etikkrådet. (2025a). Årsmelding 2024.

Etikkrådet. (2025b). Innlegg ved høring i Stortingets finanskomité 13. mai 2025. https://files.nettsteder.regjeringen.no/wpuploads01/sites/275/2025/05/Horing-i-finanskomiteen-13-mai-2025.pdf.

Etikkrådet. (2025c). Fornyet gjennomgang av oppfølgingen av de etiske retningslinjene og investeringer i israelske selskaper. Brev til Finansdepartementet 18. august 2025. https://files.nettsteder.regjeringen.no/wpuploads01/sites/275/2025/08/Fornyet-gjennomgang-av-oppfolgingen-av-de-etiske-retningslinjene-og-investeringer-i-israelske-selskaper.pdf.

Etterretningstjenesten. (2026). Fokus 2026 – Etterretningstjenestens vurdering av aktuelle sikkerhetsutfordringer.

EU Sanctions Tracker. (u.å.). https://data.europa.eu/apps/eusanctionstracker/.

Europaparlaments- og rådsforordning (EU) 2019/452 (FDI-screeningforordningen).

Europaparlaments- og rådsforordning (EU) 2021/821 av 20. mai 2021 om opprettelse av en unionsordning for kontroll med eksport, formidling, teknisk bistand, transitt og overføring av flerbruksvarer (omarbeiding).

European Parliamentary Research Service. (2024). Legal options for confiscation of Russian state assets to support the reconstruction of Ukraine. PE 759.602. https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2024/759602/EPRS_STU(2024)759602_EN.pdf.

Europarådet. (2009). *Konvensjon om innsyn i offentlige dokumenter* (CETS 205). Undertegnet 18. juni 2009.

Export Administration Regulations. (u.å.). (15 C.F.R. §§ 730–774). USA.

Fagelund Knutsen, O. (2025). Legitimitet. Store norske leksikon. https://snl.no/legitimitet.

Fahlenbrach, R., Rudolf, N., og Wegerich, A. (2024). «Leading by Example: Can One Large Shareholder's Voting Pre-Disclosure Influence Voting Outcomes?». ECGI Finance Working Paper nr. 958/2024 (upublisert arbeidsnotat).

Finansdepartementet. (2004). *Etiske retningslinjer for Statens petroleumsfond*. Fastsatt 19. november 2004.

Finansdepartementet. (2010). *Mandat for forvaltningen av Statens pensjonsfond utland*. Fastsatt 8. november 2010.

Finansdepartementet. (2019). Retningslinjer for observasjon og utelukkelse av selskaper fra Statens pensjonsfond utland.

Finansdepartementet. (2025). *Midlertidige etiske retningslinjer for Statens pensjonsfond utland*. Fastsatt 7. november 2025.

Finansdepartementet. (2026). Mandat for forvaltningen av Statens pensjonsfond utland.

FN. (2007). FNs erklæring om urfolks rettigheter. Vedtatt av FNs generalforsamling 13. september 2007. https://fn.no/avtaler/urfolk/fns-erklaering-om-urfolks-rettigheter.

FNs folkerettskommisjon. (1966). *Draft Articles on the Law of Treaties with Commentaries*. Yearbook of the International Law Commission, 1966, vol. II.

FNs folkerettskommisjon. (2001). Draft Articles on Responsibility of States for Internationally Wrongful Acts with Commentaries. Yearbook of the International Law Commission, 2001, vol. II, Part Two.

FNs folkerettskommisjon. (2007). Responsibility of International Organizations. Comments and Observations Received from International Organizations. FN-dokument A/CN.4/582.

FNs generalforsamling. (2001). Resolusjon A/RES/56/83, Responsibility of States for Internationally Wrongful Acts. 12. desember 2001.

FNs generalsekretær. (2025). Israeli settlements in the Occupied Palestinian Territory, including East Jerusalem, and the Occupied Syrian Golan: Report of the Secretary-General, FN-dokument A/80/399, 25. september 2025. Tilgjengelig på docs.un.org.

Forskrift til offentleglova (offentlegforskrifta). (2008). (FOR-2008-10-17-1119). Lovdata.

Forsvarets forskningsinstitutt. (2021). *Situasjonsforståelse ved sammensatte trusler – et konseptgrunnlag*. FFI-rapport 21/00246.

Freedom House. (2026). Freedom in the World 2026: The Growing Shadow of Autocracy.

Gantchev, N., Giannetti, M., og Li, R. (2022). «Does Money Talk? Divestitures and Corporate Environmental and Social Policies». Review of Finance, 26(6), 1469–1508.

Global Semiconductor Alliance og Accenture. (2020). Globality and Complexity of the Semiconductor Ecosystem.

Goldmann, M. (2024). Non-Recognition and Non-Assistance, 15. Oktober 2024. Verfassungsblog. https://verfassungsblog.de/non-recognition-and-non-assistance/.

Greenhouse Gas Pollution Pricing Act. (2018). (S.C. 2018, c. 12, s. 186). Canada.

Hartzmark, S.M., og Shue, K. (2022). «Counterproductive Sustainable Investing: The Impact Elasticity of Brown and Green Firms». SSRN Working Paper 4359282 (arbeidsnotat, 1. november 2022). https://ssrn.com/abstract=4359282.

Helleiner, E. (1994). States and the Reemergence of Global Finance: From Bretton Woods to the 1990s. Cornell University Press.

Historikere for Palestina. (2025). Gjennomgang av israelske selskaper i Statens pensjonsfond utland. Datert 30. juni 2025, oppdatert versjon 23. november 2025. https://historikereforpalestina.no.

H&M Group. (u.å.). Supply chain transparency. https://hmgroup.com/sustainability/leading-the-change/transparency/supply-chain/.

Hong, H., og Kacperczyk, M. (2009). «The Price of Sin: The Effects of Social Norms on Markets». Journal of Financial Economics, 93(1), 15–36.

Innst. O. nr. 32 (1989–90). Innstilling fra finanskomiteen om lov om Statens petroleumsfond. Finanskomiteen.

Budsjett-innst. S. II (2003–2004). Innstilling fra finanskomiteen om Revidert nasjonalbudsjett 2004. Finanskomiteen.

Innst. S. nr. 277 (2008–2009). Innstilling fra finanskomiteen om forvaltning av Statens pensjonsfond i 2008. Finanskomiteen.

Innst. 141 S (2013–2014). Innstilling fra finanskomiteen om representantforslag fra stortingsrepresentantene Jonas Gahr Støre, Marianne Marthinsen og Torstein Tvedt Solberg om å utrede Statens pensjonsfond utlands investeringer i kullselskaper. Finanskomiteen.

Innst. 200 S (2013–2014). Innstilling fra finanskomiteen om forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2013. Finanskomiteen.

Innst. 290 S (2014–2015). Innstilling fra finanskomiteen om forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2014. Finanskomiteen.

Innst. 136 S (2020–2021). Innstilling fra finanskomiteen om Statens pensjonsfond 2020. Finanskomiteen.

Innst. 556 S (2020–2021). Innstilling fra finanskomiteen om Statens pensjonsfond 2021. Finanskomiteen.

Innst. 445 S (2021–2022). Innstilling fra finanskomiteen om Finansmarkedsmeldingen 2022. Finanskomiteen.

Innst. 418 S (2025–2026). Innstilling fra finanskomiteen om Statens pensjonsfond 2026. Finanskomiteen.

International Institute for Strategic Studies. (2024). On Proposed Countermeasures Against Russia to Compensate Injured States for Losses Caused by Russia's War of Aggression Against Ukraine. https://www.iiss.org/research-paper/2024/05/on-proposed-countermeasures-against-russia-to-compensate-injured-states-for-losses-caused-by-russias-war-of-aggression-against-ukraine/.

International Law and Policy Institute. (2015). Child Labour in the West African Cocoa Sector. Rapport utarbeidet på oppdrag fra Norges Bank Investment Management. https://humantraffickingsearch.org/wp-content/uploads/2017/07/20151126-Child-labour-in-the-West-African-Cocoa-Sector-ILPI.pdf.

International Working Group of Sovereign Wealth Funds. (2008). Sovereign Wealth Funds: Generally Accepted Principles and Practices («Santiago Principles»).

IPBES. (2019). Global Assessment Report on Biodiversity and Ecosystem Services of the Intergovernmental Science-Policy Platform on Biodiversity and Ecosystem Services. https://doi.org/10.5281/zenodo.3553579.

IPE. (2025, 18. februar). Dutch scheme ABP sells Alphabet and Meta stocks. https://www.ipe.com/news/dutch-scheme-abp-sells-alphabet-and-meta-stocks/10128935.article.

ISS. (2025, 30. oktober). *2025 United States Proxy Season Review: Environmental & Social Issues*. ISS Governance Insights. https://www.iss-stoxx.com/insights/articles/2025-united-states-proxy-season-review-environmental-social-issues/.

Kettis, M. (2009, 12. juni). Children's Rights – A concern for investors. Norges Bank. https://www.norges-bank.no/en/news-events/news/Articles-and-opinion-pieces/art-12-06-2009/.

Larsen, K.M. (2026). Folkerettslige forpliktelser for Statens pensjonsfond utland i lys av ICJs rådgivende uttalelse fra 2024 om «Legal Consequences arising from the Policies and Practices of Israel in the Occupied Palestinian Territory, including East Jerusalem». Utredning avgitt som innspill til utvalget. https://files.nettsteder.regjeringen.no/wpuploads01/sites/617/ninja-forms/2/Utredning-Kjetil-Larsen.pdf.

Lewis, K.K. (1999). «Trying to Explain Home Bias in Equities and Consumption». Journal of Economic Literature, 37(2), 571–608.

Lov om aksjeselskaper (aksjeloven). (1997). (LOV-1997-06-13-44). Lovdata.

Lov om allmennaksjeselskaper (allmennaksjeloven). (1997). (LOV-1997-06-13-45). Lovdata.

Lov om Norges Bank og pengevesenet mv. (sentralbankloven). (2019). (LOV-2019-06-21-31). Lovdata.

Lov om Statens pensjonsfond. (2019). (LOV-2019-06-21-63). Lovdata.

Lov om straff (straffeloven). (2005). (LOV-2005-05-20-28). Lovdata.

MarketScreener. (2026, 1. mars). Norway wealth fund drops India's Adani Green Energy from portfolio over financial crime concerns. https://www.marketscreener.com/news/norway-wealth-fund-drops-india-s-adani-green-energy-from-portfolio-over-financial-crime-concerns-ce7e5cdcda80f621.

Markowitz, H. (1952). «Portfolio Selection». Journal of Finance, 7(1), 77–91.

Menon Economics. (2024). Undersøkelse av etterlevelse av rammeverk for observasjon og utelukkelse, og godkjenning av markeder og land. Menon-publikasjon nr. 81/2024.

Morningstar. (2026). ESG Funds: 2025 Closes With Continued Outflows Amid Persistent Headwinds. https://global.morningstar.com/en-nd/sustainable-investing/esg-funds-2025-closes-with-continued-outflows-amid-persistent-headwinds.

Morningstar Sustainalytics. (2025). EU ESG Funds' Exposure to Defense Continues to Increase. https://www.sustainalytics.com/esg-research/resource/investors-esg-blog/eu-esg-funds--exposure-to-defense-continues-to-increase.

Myers, N., Mittermeier, R.A., Mittermeier, C.G., da Fonseca, G.A.B., og Kent, J. (2000). «Biodiversity hotspots for conservation priorities». Nature, 403(6772), 853–858.

No China in Index Funds Act, S. 2046. (2025). 119. kongress, USA. U.S. Government Publishing Office.

Nord, M., Altman, D., Angiolillo, F., Fernandes, T., Good God, A., og Lindberg, S.I. (2025). Democracy Report 2025: 25 Years of Autocratization – Democracy Trumped? V-Dem Institute, Universitetet i Göteborg. https://www.v-dem.net/documents/60/V-dem-dr__2025_lowres.pdf.

Nord, M., Altman, D., Fernandes, T., Good God, A., og Lindberg, S.I. (2026). Democracy Report 2026: Unraveling the Democratic Era? V-Dem Institute, Universitetet i Göteborg.

Norges Bank. (2021). Brev til Finansdepartementet 20. desember 2021 om erfaringer med klimakriteriet. https://www.nbim.no/no/nyheter-og-innsikt/brev-til-finansdepartementet/2021/statens-pensjonsfond-utland---erfaringer-med-klimakriteriet/.

Norges Bank. (2023a). Høringsuttalelse til NOU 2022: 12. Brev til Finansdepartementet 5. januar 2023. https://www.nbim.no/no/nyheter-og-innsikt/brev-til-finansdepartementet/2023/fondet-i-en-brytningstid--horingsuttalelse/.

Norges Bank Investment Management. (2017). UNICEF og Oljefondet etablerer nettverk for barns rettigheter. Pressemelding 24. november 2017. https://www.nbim.no/no/nyheter-og-innsikt/presserom/pressemeldinger/2017/unicef-og-oljefondet-etablerer-nettverk-for-barns-rettigheter/.

Norges Bank Investment Management. (2020a). Investing responsibly – The 20-year history. https://www.nbim.no/en/news-and-insights/publications/management-reviews/2020/the-first-20-years-of-investing-responsibly/.

Norges Bank Investment Management. (2020b). Veileder til sko- og klesbransjen om barns rettigheter i globale leverandørkjeder. Pressemelding 10. juni 2020. https://www.nbim.no/no/nyheter-og-innsikt/presserom/pressemeldinger/2020/veileder-til-sko--og-klesbransjen-om-barns-rettigheter-i-globale-leverandorkjeder/.

Norges Bank Investment Management. (2020c). Ny veileder for selskapsrapportering om anti-korrupsjonstiltak. Utarbeidet i samarbeid med Basel Institute on Governance. https://www.nbim.no/en/news-and-insights/the-press/press-releases/2020/guidance-note-on-company-reporting-on-anti-corruption-efforts/.

Norges Bank Investment Management. (2022). Beslutninger om observasjon og utelukkelse. Pressemelding 15. juni 2022. https://www.nbim.no/no/nyheter-og-innsikt/presserom/pressemeldinger/2022/beslutninger-om-observasjon-og-utelukkelse2/.

Norges Bank Investment Management. (2023b). Beslutninger om observasjon og utelukkelse. Pressemelding 6. juli 2023. https://www.nbim.no/no/nyheter-og-innsikt/presserom/pressemeldinger/2023/beslutninger-om-observasjon-og-utelukkelse/.

Norges Bank Investment Management. (2024a). Beslutninger om observasjon, utelukkelse og eierskapsutøvelse. Pressemelding 26. juni 2024. https://www.nbim.no/no/nyheter-og-

innsikt/presserom/pressemeldinger/2024/beslutninger-om-observasjon-utelukkelse-og-eierskapsutovelse/.

Norges Bank Investment Management. (2024b). ESG ratings. https://www.nbim.no/en/news-and-insights/our-views/2024/esg-ratings/.

Norges Bank Investment Management. (2025a). Beslutninger om utelukkelse og særskilt eierskapsutøvelse. Pressemelding 15. januar 2025. https://www.nbim.no/no/nyheter-og-innsikt/presserom/pressemeldinger/2025/beslutninger-om-utelukkelse-og-sarskilt-eierskapsutovelse/.

Norges Bank Investment Management. (2025b). Ansvarlig forvaltning 2024. https://www.nbim.no/no/nyheter-og-innsikt/rapporter/2024/ansvarlig-forvaltning-2024/.

Norges Bank Investment Management. (2026). Ansvarlig forvaltning 2025. https://www.nbim.no/no/nyheter-og-innsikt/rapporter/2025/ansvarlig-forvaltning-2025/.

Norges Bank Investment Management. (u.å.-a). Forventningsdokument om menneskerettigheter. https://www.nbim.no/no/ansvarlig-forvaltning/vare-forventninger/mennesker/.

Norges Bank Investment Management. (u.å.-b). Klimahandlingsplan 2030. https://www.nbim.no/no/ansvarlig-forvaltning/klimahandlingsplan-2030/.

Norges Bank Investment Management. (u.å.-c). Styrende dokumenter fastsatt av hovedstyret. https://www.nbim.no/no/om-oss/om-oljefondet/styringsstrukturen/styrende-dokumenter-fastsatt-av-hovedstyret/.

NOU 1983: 27. (1983). Petroleumsvirksomhetens framtid. Det framtidige omfanget av petroleumsvirksomheten på norsk sokkel. Olje- og energidepartementet.

NOU 2003: 22. (2003). Forvaltning for fremtiden – Forslag til etiske retningslinjer for Statens petroleumsfond. Finansdepartementet.

NOU 2017: 13. (2017). Ny sentralbanklov. Organisering av Norges Bank og Statens pensjonsfond utland. Finansdepartementet.

NOU 2020: 7. (2020). Verdier og ansvar – Det etiske rammeverket for Statens pensjonsfond utland. Finansdepartementet.

NOU 2022: 12. (2022). Fondet i en brytningstid – Statens pensjonsfond utland og endrede økonomiske og politiske utviklingstrekk. Finansdepartementet.

NOU 2023: 28. (2023). Investeringskontroll – En åpen økonomi i usikre tider. Nærings- og fiskeridepartementet.

Nystuen, G., og Casey-Maslen, S. (red.). (2010). The Convention on Cluster Munitions: A Commentary. Oxford University Press.

Obstfeld, M., og Taylor, A.M. (2004). Global Capital Markets: Integration, Crisis, and Growth. Cambridge University Press.

OECD. (1961, med senere endringer). Code of Liberalisation of Capital Movements. OECD/C(61)96.

OECD. (1976). Declaration on International Investment and Multinational Enterprises. Vedtatt 21. juni 1976.

OECD. (2014a). Expert letters and statements on the application of the OECD Guidelines for Multinational Enterprises and UN Guiding Principles on Business and Human Rights in the context of the financial sector. Tilgjengelig på oecd.org.

OECD. (2014b). Scope and application of 'business relationships' in the financial sector under the OECD Guidelines for Multinational Enterprises. Tilgjengelig på mneguidelines.oecd.org.

OECD. (2016). Due Diligence Guidance for Responsible Supply Chains of Minerals from Conflict-Affected and High-Risk Areas. Tredje utgave.

OECD. (2017). Responsible Business Conduct for Institutional Investors: Key Considerations for Due Diligence under the OECD Guidelines for Multinational Enterprises. OECD Publishing. Tilgjengelig på oecd.org.

OECD. (2023a). G20/OECD Principles of Corporate Governance. Tilgjengelig på oecd.org.

OECD. (2023b). OECD Guidelines for Multinational Enterprises on Responsible Business Conduct. Tilgjengelig på oecd.org.

OECD. (2024a). OECD Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises. Tilgjengelig på oecd.org.

OECD. (2024b). Ownership and Governance of State-Owned Enterprises 2024. OECD Publishing. https://doi.org/10.1787/395c9956-en.

OECD. (2025). Foreign Direct Investment Regulatory Restrictiveness Index 2024: Key Findings and Trends. https://www.oecd.org/en/publications/oecd-fdi-regulatory-restrictiveness-index-2024_88e61362-en.html.

Ordbøkene. (u.å.). Legitimitet. Språkrådet og Universitetet i Bergen. https://ordbokene.no/bm,nn/LEGITIMITET.

Ot.prp. nr. 29 (1989–90). Om lov om Statens petroleumsfond. Finans- og tolldepartementet.

Pástor, Ľ., Stambaugh, R.F., og Taylor, L.A. (2021). «Sustainable Investing in Equilibrium». Journal of Financial Economics, 142(2), 550–571.

Pedersen, L.H., Fitzgibbons, S., og Pomorski, L. (2021). «Responsible Investing: The ESG-Efficient Frontier». Journal of Financial Economics, 142(2), 572–597.

Perrin, P. (2025, 22. januar). ABP switches to index investing and reduces portfolio. European Pensions. https://www.europeanpensions.net/ep/ABP-switches-to-index-investing-and-reduces-portfolio.php.

Petroleumsfondets folkerettsråd. (2002a). Notat til Finansdepartementet om investeringer i Singapore Technologies. 22. mars 2002. https://etikkradet.no/singapore-technologies-engineering-3/.

Petroleumsfondets folkerettsråd. (2002b). Notat vedrørende Petroleumsfondets investeringer og folkeretten. https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/stmeld-nr-2-2001-2002-/id134300/?ch=5.

Podobnik, B., Jusup, M., Korošak, D., Holme, P., og Lipić, T. (2022). «The Microdynamics Shaping the Relationship Between Democracy and Corruption». Proceedings of the Royal Society A: Mathematical, Physical and Engineering Sciences, 478(2257), artikkel 20210567.

Posner, M. (2024, 4. september). How BlackRock Abandoned Social And Environmental Engagement. Forbes. https://www.forbes.com/sites/michaelposner/2024/09/04/how-blackrock-abandoned-social-and-environmental-engagement/.

Prop. 150 L (2020–2021). Lov om virksomheters åpenhet og arbeid med grunnleggende menneskerettigheter og anstendige arbeidsforhold (åpenhetsloven). Barne- og familiedepartementet.

Prop. 147 L (2024–2025). Lov om endringer i anskaffelsesloven (samfunnshensyn mv.). Nærings- og fiskeridepartementet.

Ronen, Y. (2024). The Obligation of Non-recognition, Occupation and the OPT Advisory Opinion, 14. Oktober 2024. Verfassungsblog. https://verfassungsblog.de/the-obligation-of-non-recognition-occupation-and-the-opt-advisory-opinion/.

Ruggie, J. (2008). Protect, Respect and Remedy: a Framework for Business and Human Rights. FN-dokument A/HRC/8/5.

Rudolf, N., og Yuan, H. (2025). «Investor Alignment in Divestment Decisions and Firm Behavior: Evidence from Publicly Disclosed Exclusion Lists». European Accounting Review. https://doi.org/10.1080/09638180.2025.2508503.

Rådet for Den europeiske union. (2022, 28. februar). EU adopts new set of measures to respond to Russia's military aggression against Ukraine. Pressemelding. https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2022/02/28/eu-adopts-new-set-of-measures-to-respond-to-russia-s-military-aggression-against-ukraine/.

Rådsdirektiv 88/361/EØF av 24. juni 1988 om gjennomføring av traktatens artikkel 67.

Scharpf, F.W. (1999). Governing in Europe: Effective and Democratic? Oxford University Press.

Schmitt, M.N., og Watts, S. (2024, 12. april). Common Article 1 of the 1949 Geneva Conventions. Articles of War. https://lieber.westpoint.edu/common-article-1-1949-geneva-conventions/.

Sovereign Wealth Fund Institute. (u.å.). Linaburg–Maduell Transparency Index. https://www.swfinstitute.org/research/linaburg-maduell-transparency-index.

S&P Global Mobility. (2023, 13. juli). The semiconductor shortage is – mostly – over for the auto industry. Pressemelding. https://press.spglobal.com/2023-07-13-S-P-Global-Mobility-The-semiconductor-shortage-is-mostly-over-for-the-auto-industry.

State Street Global Advisors. (2024). Asset Stewardship Report 2024. https://www.ssga.com/us/en/about-us/who-we-serve/asset-stewardship/asset-stewardship-library.

Statistisk sentralbyrå. (2024, 20. februar). Pensjonsrettighetene er 4 ganger større enn BNP. https://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/finansregnskap/artikler/pensjonsrettighetene-er-4-ganger-storre-enn-bnp.

Statsministerens kontor. (2025). Nasjonal sikkerhetsstrategi.

St.meld. nr. 25 (1973–74). Petroleumsvirksomhetens plass i det norske samfunn. Finansdepartementet.

St.meld. nr. 2 (1996–97). Revidert nasjonalbudsjett 1997. Finansdepartementet.

St.meld. nr. 29 (2000–2001). Retningslinjer for den økonomiske politikken. Finansdepartementet.

St.meld. nr. 2 (2003–2004). Revidert nasjonalbudsjett 2004. Finansdepartementet.

St.meld. nr. 20 (2008–2009). Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2008. Finansdepartementet.

Meld. St. 19 (2013–2014). Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2013. Finansdepartementet.

Meld. St. 21 (2014–2015). Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2014. Finansdepartementet.

Meld. St. 26 (2016–2017). Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2016. Finansdepartementet.

Meld. St. 14 (2018–2019). Energiaksjer i Statens pensjonsfond utland. Finansdepartementet.

Meld. St. 20 (2018–2019). Statens pensjonsfond 2019. Finansdepartementet.

Meld. St. 24 (2020–2021). Statens pensjonsfond 2021. Finansdepartementet.

Meld. St. 9 (2021–2022). Statens pensjonsfond 2022. Finansdepartementet.

Meld. St. 6 (2022–2023). Et grønnere og mer aktivt statlig eierskap – Statens direkte eierskap i selskaper. Nærings- og fiskeridepartementet.

Meld. St. 31 (2023–2024). Perspektivmeldingen 2024. Finansdepartementet.

Meld. St. 24 (2024–2025). Statens pensjonsfond 2025. Finansdepartementet.

Meld. St. 29 (2024–2025). Eksport av forsvarsmateriell fra Norge i 2024, eksportkontroll og internasjonalt ikke-spredningssamarbeid. Utenriksdepartementet.

Meld. St. 1 (2025–2026). Nasjonalbudsjettet 2026. Finansdepartementet.

Meld. St. 2 (2025–2026). Revidert nasjonalbudsjett 2026. Finansdepartementet.

Stockholm International Peace Research Institute. (2026). Global military spending rise continues as European and Asian expenditures surge. Pressemelding. https://www.sipri.org/media/press-release/2026/global-military-spending-rise-continues-european-and-asian-expenditures-surge.

Stortinget. (2025). Finansministerens redegjørelse om Statens pensjonsfond utlands investeringer i israelske selskaper, 23. oktober 2025. Stortinget.

Stortinget. (2025–2026). Vedtak nr. 30–34 (2025–2026).

Strategirådet. (2013). Ansvarlig investeringspraksis og Statens pensjonsfond utland. Hovedrapport.

Svaar, P. mfl. (2025, 3. september). Amerikansk UD svært bekymret over oljefond-utelukkelse av selskaper. NRK. https://www.nrk.no/norge/amerikansk-ud-svaert-bekymret-over-oljefond-utelukkelse-av-selskaper-1.17552828.

Tams, C. (2026). The Legal Framework Governing State Responsibility for Financial Investments by the Government Pension Fund Global. Utredning avgitt til utvalget. Vedlagt utredningen.

Teoh, S.H., Welch, I., og Wazzan, C.P. (1999). «The Effect of Socially Activist Investment Policies on the Financial Markets: Evidence from the South African Boycott». Journal of Business, 72(1), 35–89.

Texas Attorney General. (2023, 18. oktober). Advisory On Texas Law Prohibiting Contracts And Investments With Entities That Discriminate Against Firearm Entities Or Boycott Energy Companies Or Israel. https://www.texasattorneygeneral.gov/sites/default/files/images/executive-management/OAG%20advisory%20on%20SB%2013%20and%2019%2010.18.23.pdf.

Texas Government Code, kapittel 808 og kapittel 809. (u.å.). Texas, USA. Tilgjengelig på statutes.capitol.texas.gov.

Texas Senate Bill 1057. (2025). AN ACT relating to the submission and approval of certain proposals by shareholders of nationally listed corporations. Vedtatt 19. mai 2025. Texas, USA. Tilgjengelig på capitol.texas.gov.

The Week. (2026, 27. februar). Norway's sovereign wealth fund pulls out of Adani. https://www.theweek.in/wire-updates/business/2026/02/27/norways-sovereign-wealth-fund-pulls-out-of-adani.html.

Top1000funds. (2025, 18. desember). Europe rearms, defence returns surge, asset owners rethink exposure. https://www.top1000funds.com/featured-story/europe-rearms-defence-returns-surge-asset-owners-rethink-exposure/.

Traktat om ikke-spredning av kjernefysiske våpen. (1968). Undertegnet 1. juli 1968.

Traktaten om forbud mot kjernevåpen. (2017). Vedtatt 7. juli 2017.

Transparency International. (2022). Exporting Corruption 2022: Assessing Enforcement of the OECD Anti-Bribery Convention.

Truman, E.M. (2010). Sovereign Wealth Funds: Threat or Salvation? Peterson Institute for International Economics.

United States Geological Survey. (u.å.). Mineral Commodity Summaries. https://www.usgs.gov/centers/national-minerals-information-center/mineral-commodity-summaries.

U.S. Customs and Border Protection. (u.å.). UFLPA Statistics Dashboard. https://www.cbp.gov/newsroom/stats/trade/uyghur-forced-labor-prevention-act-enforcement-statistics.

U.S. Department of Energy / National Nuclear Security Administration. (2020). Record of Decision: Plutonium Pit Production at the Savannah River Site. DOE/EIS-0541. https://www.energy.gov/nepa/articles/doeeis-0541-record-decision-november-2020.

U.S. Government Accountability Office. (2008a). Los Alamos National Laboratory: Information on Security of Classified Data, Nuclear Material Controls, Nuclear and Worker Safety, and Project Management Weaknesses. GAO-08-173R. https://www.gao.gov/products/gao-08-173r.

U.S. Government Accountability Office. (2008b). Los Alamos National Laboratory: Long-Term Strategies Needed to Improve Security and Management Oversight. GAO-08-694. https://www.gao.gov/products/gao-08-694.

U.S. Government Accountability Office. (2009). Nuclear Weapons: National Nuclear Security Administration Needs to Better Manage Risks Associated with Modernization of Its Kansas City Plant. GAO-10-115. https://www.gao.gov/products/gao-10-115.

USDA Economic Research Service. (2025). Cotton and Wool Outlook. Mars 2025.

USDA Foreign Agricultural Service. (2025). Cotton and Products Annual: China.

Utenriksdepartementet. (2024). Gjennomgang av Norges forpliktelser i lys av Sør-Afrikas sak mot Israel. https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/gjennomgang-av-norges-forpliktelser-i-lys-av-sor-afrikas-sak-mot-israel/id3043678/.

Utenriksministeren. (2025). Brev til Stortingets utenriks- og forsvarskomité 30. april 2025. Vedlegg til Innst. 427 S (2024–2025). https://www.stortinget.no/globalassets/pdf/innstillinger/stortinget/2024-2025/inns-202425-427s-vedlegg.pdf.

Uyghur Forced Labor Prevention Act. (2021). (Pub. L. 117-78). **USA.** Vedtatt 23. desember 2021.

Verdensbanken. (2021). Cobalt in the Democratic Republic of Congo: Market Analysis.

Verdensbanken. (u.å.). Eksport av IKT-tjenester [BX.GSR.CCIS.CD]. https://data.worldbank.org/indicator/BX.GSR.CCIS.CD.

Wien-konvensjonen om traktatretten. (1969). Undertegnet 23. mai 1969.

World Uncertainty Index. **(u.å.).** https://worlduncertaintyindex.com/.

WTO. (2002). International Trade Statistics 2002.

WTO. (2016). World Trade Statistical Review 2016.

WTO. (2023). World Trade Statistical Review 2023.

WTO. (2024, 24. april). Thirty years of trade growth and poverty reduction. https://www.wto.org/english/blogs_e/data_blog_e/blog_dta_24apr24_e.htm.

WTO. (u.å.). Understanding the WTO. https://www.wto.org/english/thewto_e/whatis_e/tif_e/tif_e.htm.

WTO/OECD. (u.å.). Balanced Trade in Services (BaTIS). https://www.wto.org/english/res_e/statis_e/gstdh_batis_e.htm.

Zerbib, O.D. (2022). «A Sustainable Capital Asset Pricing Model (S-CAPM): Evidence from Environmental Integration and Sin Stock Exclusion». Review of Finance, 26(6), 1345–1388.

Vedlegg

Vedlegg 1. The Legal Framework Governing State Responsibility for Financial Investments by the Government Pension Fund Global. Utredning av professor Christian J. Tams

Utredning av professor Christian J. Tams om folkerettsliges spørsmål av betydning for det etiske rammeverket for Statens pensjonsfond utland

Utvalget har bedt professor Christian J. Tams om å utrede folkerettslige spørsmål av betydning for det etiske rammeverket for Statens pensjonsfond utland. Utredningen følger som vedlegg nedenfor. Vurderingene i utredningen står for forfatterens egen regning.

Christian J. Tams er professor i folkerett ved King's College London. Han har tidligere vært professor ved University of Glasgow og Sorbonne Law School (Université Paris 1), og er president i European Society of International Law. Tams har i over 20 år forsket på og praktisert folkerett, med særlig vekt på internasjonal tvisteløsning, statsansvar og internasjonal investeringsrett. Han bistod FNs folkerettskommisjon i arbeidet med reglene om statsansvar, og hans doktoravhandling omhandler håndheving av *erga omnes*-forpliktelser. Tams har prosedert saker for blant annet Den internasjonale domstolen (ICJ) og Den internasjonale havrettsdomstolen (ITLOS), og har vært partsoppnevnt sakkyndig i internasjonale investeringsvoldgifter. Han har utgitt en rekke bøker og artikler om folkerettslige emner, blant annet som medredaktør av standardkommentaren til statuttene for Den internasjonale domstolen.

The Legal Framework Governing State Responsibility for Financial Investments by the Government Pension Fund Global

Christian J. Tams

A. Introduction

1. This Report assesses whether financial investments by the Government Pension Fund Global ('GPFG', 'the Fund') could engage the international responsibility of the Kingdom of Norway ('Norway'). The Report sets out, in condensed form, observations I made in a presentation to the Committee reviewing the ethical framework for the management of the Government Pension Fund Global ('the Committee') on 10 April 2026, and seeks to take account of comments received from members of the Committee.

2. In § 1 of the Terms of Reference, the Committee has asked me to address the following questions:

> *Question (a)*
> *Whether financial investments made by the Fund, given the Fund's investment strategy, qualifies as contributions on the part of the Norwegian Government to prohibited activity under the following international conventions relating to the production of certain types of weapons; Convention on Cluster Munitions (see Article 1 litra c and b1), Convention on Anti-Personell Mines (see Article 1 subparagraph 1 litra c and b)2, the Biological Weapons Convention (see Article 3)3 and the Chemical Weapons Convention (see Article 1 subparagraph 1 litra d and b)4. The Committee will in particular be interested in your views with regard to the scale, and the level of knowledge and intent, required for such form of financial investment to conflict with the relevant provisions of said conventions and thereby giving rise to international responsibility for Norway.*
>
> *Question (b)*
> *Whether financial investments made by the Fund, given the Fund's investment strategy, may incur the international responsibility of the Norwegian Government on the basis of constituting unlawful aid or assistance to internationally wrongful acts, or maintenance of a situation created by a breach of peremptory rules of international law within the meaning of customary international law on state responsibility. The Committee will in particular be interested in your views with regard to the scale, and the level of knowledge and intent, required for a financial investment to qualify as unlawful aid or assistance as referred to, thereby giving rise to international responsibility for Norway.*
>
> *Question (c)*
> *Whether financial investments made by the Fund, given the Fund's investment management strategy, may incur the international responsibility of the Norwegian Government on the basis of obligations on non-nuclear-weapon State Parties to the Treaty on the Non-Proliferation of Nuclear Weapons and thereby giving rise to international responsibility for Norway.*

In addition, the Terms of Reference also invite me to identify "[o]ther considerations relevant to international legal obligations for Norway relating to the management of the Fund's investments." As to the benchmarks of my assessment, I am to be guided by considerations of international law, and to offer a position that is "based on the methodology and sources of international law used by the International Court of Justice as set out in Article 38 (1) of its Statute".

3. In preparing my presentation and this Report, I have drawn on information, shared with me by the Secretariat of the Committee, about the mandate and structure of the GPFG and about positions taken by the GPFG's Council on Ethics and its predecessor. I have also relied on the following:
   - international legal materials in the public domain, such as treaties, reports of the International Law Commission and decisions of international courts;
   - national legislation and related materials, concerning matters raised in the questions put to me; and
   - expert literature addressing relevant aspects of international law.

4. While drawing on information contained in these sources, this Report is based on my own independent work and expresses my genuinely held independent views. Reflecting the Terms of Reference, it sets out my position on the proper reading of Norway's obligations under international law. It should not read as advancing any position on the ethics, morality, or political prudence of a particular investment policy pursued by the Fund. Information about my background and experience is set out in my CV, which can be found in an Annex to this Report.

B. Starting-points

5. In the questions put to me, the Committee asks me to assess whether certain investment decisions made by the GPFG could render Norway responsible under international law. Under international law, States incur responsibility for conduct that is, *first*, attributable to them under international law and that, *secondly*, violates the State's international obligations set out in treaties or other sources of international law (e.g. customary international law).

6. Part C addresses the *first* requirement and sets out the legal framework on the attribution of conduct to a State. It finds that, as presently structured, the conduct of the GPFG is attributable to Norway.

7. The subsequent Parts (Parts D-G) of this Report consider the *second* requirement and assess whether financial investments by the GPFG may amount to a breach of Norway's obligations under international law. Specifically, they address the scope of Norway's obligations under:
   - the four treaties referred to in Question (a) put to me, which prohibit the use, development, production, acquisition, stockpiling, retention or transfer of certain weapons, alongside assistance, encouragement or inducement in relation to these prohibited activities, namely the 2008 Cluster Munitions Convention ('CMC'), the 1997 Anti-Personnel Mines Convention ('APMC'), the 1992 Chemical Weapons

Convention (‘CWC’) and the 1972 Biological Weapons Convention (‘BWC’) [Part D];

- the rules of customary international law prohibiting certain forms of aid and assistance [Part E];
- the 1968 Treaty on the Non-Proliferation of Nuclear Weapons (‘NPT’) [Part F]; and
- briefly outline other relevant considerations [Part G].

8. As regards the functioning and operation of the Fund, I proceed from the following factual assumptions:
   - The Fund is a pool of assets owned by the State and without legal personality (s. 1 & 8, Act relating to the Government Pension Fund). The purpose of the Fund is to support “the funding of pension expenditure under the National Insurance Scheme” (§1, Act relating to the Government Pension Fund).
   - The Fund is managed by the Ministry of Finance, which has delegated operational management to the Central Bank, which in turn possesses separate legal personality (s. 1-1(2), Central Bank Act).
   - The management mandate formulated by the Ministry sets out the Fund’s investment strategy, which includes principles of responsible investment (see notably Chapter 4, Management mandate for the Government Pension Fund Global).
   - Within those parameters, the Fund’s strategy is premised on diversification of investments across different asset classes and companies globally. As a rule, the Fund cannot hold more than 10% of the voting shares of any listed company; only in specific fields is it able to acquire a controlling share of companies (see s. 2-4(12) of the Management mandate). In effect, the Fund largely operates as an index fund, holding small ownership stakes of around 1.5% in more than 7,200 companies.
   - The Ministry has established ethical guidelines and a Council of Ethics. Under the Interim Ethical Guidelines for the Government Pension Fund Global, the Council of Ethics shall inform the Central Bank about companies whose activities fall within specified criteria.

C. Attribution

9. For Norway to incur State responsibility under international law, financial investments by the Fund must be attributable to it based on international rules governing the attribution of conduct to States.

a) The framework of attribution

10. The relevant standards of attribution are set out in the 2001 *Articles on Responsibility of States for Internationally Wrongful Acts* (‘ASR’), adopted by the International Law Commission (‘ILC’) of the United Nations, which, for the purposes relevant here, reflect

customary international law. The ASR proceed from the general rule that "the only conduct attributed to the State at the international level is that of its organs of government, or of others who have acted under the direction, instigation or control of those organs, i.e. as agents of the State" while "the conduct of private persons is not as such attributable to the State" (ILC, ASR Commentary to Chapter II, para 3).

11. This general rule is specified in Chapter II ASR, which inter alia clarifies that conduct of State organs (Art. 4 ASR), conduct of persons or entities exercising elements of governmental authority (Art. 5 ASR) and other conduct directed or controlled by the State (Art. 8 ASR) is attributable.

b) Application to the GPFG

12. Sovereign Wealth Funds (SWF) do not easily fit into the system of attribution envisaged by the law of State responsibility. Much depends on the 'set-up' of a SWF, i.e. its internal structure, the degree of State involvement in its management, and the extent of State oversight in its operation.

13. Given the significance of State involvement in the operation of the Fund – through, amongst others, ownership, management mandate, oversight – I consider investment decisions made by the Fund to be attributable to Norway based on the ILC's rules on attribution. My position is based on the following considerations:

14. While the Fund itself, as a mere 'pool of assets', is not an organ of Norway, investment decisions are taken by Central Bank within parameters defined by the Norwegian government. For the purposes of attribution, the conduct of the Central Bank is relevant.

15. Central banks of States have at times been considered State organs in the sense of Art. 4(1) ASR, which would make their conduct attributable in toto. (See Permanent Court of Arbitration, *Oschadbank v. Russia*, 2018, paras 259–261; UNCITRAL, *Invesmart, B.V. v. Czech Republic*, 2009, para 363). This outcome is not universally accepted, though: the fact that a central bank — like the Norwegian one under s.1-1(2), Act relating to Norges Bank and the Monetary System) — enjoys independence from government and possesses separate legal personality suggests that it cannot be simply equated with State organs.

16. Nonetheless, the conduct of the Central Bank in managing the Fund in my assessment is attributable to Norway under Art. 5 ASR, which applies to the conduct of an entity that is "empowered by the law… to exercise elements of … governmental authority and … is acting in that capacity in the particular instance".

17. The Central Bank is empowered by Norwegian law to manage the Fund (see s. 1-1 of the Management mandate for the Government Pension Fund Global). In managing it, it

exercises an element of governmental authority in the sense of Art. 5 ASR. In this respect, as noted by the ILC, it is "[o]f particular importance … [to consider] not just the content of the powers" granted, but "the way they are conferred on an entity, the purposes for which they are to be exercised and the extent to which the entity is accountable to government for their exercise" (ILC, ASR Commentary to Art. 5, para 6). I note that in determining whether the conduct of entities with separate legal personality is attributable to a State, international tribunals have e.g. considered structural factors such as ownership, control (including by a section of a Ministry), nature, purposes and objectives of the entity, alongside whether the conduct in question is of governmental or commercial in character (e.g., ICSID, *Maffezzini v Spain*, paras. 52, 57). In *Paushok v Mongolia*, an UNCITRAL Tribunal e.g. found the conduct of the Central Bank of Mongolia attributable to the State, considering export of gold with the purposes of increasing the country's reserves as conduct in exercise of governmental authority (paras 589–590).

18. Proceeding from these authorities, I consider the following features of the Fund's set-up to be significant.
    i. The Fund, while managed by the Central Bank, is publicly owned. It serves a public purpose, namely "the funding of pension expenditure under the National Insurance Scheme" (§1, Act relating to the Government Pension Fund).
    ii. The Central Bank manages the Fund within parameters for responsible investment defined by the Ministry, and it is accountable to the Ministry of Finance for its management (Chapters 4 and 7, Management mandate for the Government Pension Fund Global).
    iii. The Ministry has appointed a Council of Ethics to identify companies that violates the criteria defined in the Ethical Guidelines. Information from the Council may be reflected in decisions to exclude companies from the Funds investment universe based on the Ethical Guidelines.

19. Taken together, these factors in my assessment establish that, in managing the Fund's assets, the Central Bank exercises elements of governmental authority. On that basis, its investment decisions would be attributable to Norway.

D. Obligations of Norway under four weapons treaties referred to in Question (a)

20. In order to for Norway to incur responsibility for investment decisions of the Fund, these decisions need to amount to a breach of an international obligation of Norway. In considering whether they do, it is necessary to assess of whether investment decisions by the Fund are "not in conformity with what is required" of Norway under its international obligations (Art. 12, ASR). This assessment is governed by international,

not national, law (Art. 3, ASR), and it is not necessary to establish 'fault 'or 'damage ' unless particular obligations say so (Art. 2, ASR).

21. The relevant obligations of Norway referred to in Question (a) arise from international treaties that prohibit, *inter alia*, the development and production of biological weapons, chemical weapons, cluster munitions or anti-personnel mines in strict terms (Art. I BWC, Art. 1(a) CWC, Art. 1(b) CMC, Art. 1(b) APMC). All four treaties referred to in Question (a) moreover require States not to be complicit in relation to prohibited activities carried out by others. As discussed below, in specifying the scope of this non-complicity obligations, the four treaties do not adopt the same approach.

22. In assessing whether investment decisions by the Fund could violate Norway's international obligations, it is convenient to proceed in two steps:
    (a) As a threshold matter, it must be assessed whose conduct Norway is prohibited from encouraging, inducing or assisting.
    (b) In light of this, it is to be discussed whether investment decisions by the Fund qualify as a form of encouragement, inducement or assistance

a) Whose conduct is referred to?

23. Under all four treaties referred to in Question (a), Norway has a duty not to be complicit in activities that States parties themselves are prohibited from engaging in. Under three of the four treaties referred to in Question (a) — namely Art. 1(1)(c) CMC, Art. 1(1)(c) APMC and Art. 1(1)(d) CWC — this duty is formulated in broad terms: In all three instances, States are bound not to "[a]ssist, encourage or induce, in any way, *anyone* to engage in any activity prohibited to a State Party under this Convention". [The terms 'in any way' are not included in Art. 1(1)(c) CMC. In my assessment, this does not materially affect the interpretation.]

24. The reference to "anyone" is a distinctive feature of these deliberately broad obligations. It is meant to prohibit State complicity in the conduct of any other actor, including private actors, such as companies. (See Nystuen/Casey-Maslen, CMC Commentary, §1.64; Casey-Maslen, APMC Commentary, §1.69-1.70; Krutzsch et al, CWC Commentary, p. 67). The upshot of this is that Norway is under an international obligation not to encourage, induce or assist companies in the development of production of chemical weapons, cluster munitions or anti-personnel mines.

25. By contrast, the fourth of the weapons treaties, the BWC, is formulated more narrowly. It requires States "not in any way to assist, encourage, or induce *any State, group of States or international organisations* to manufacture or otherwise acquire any

[prohibited weapon or component]" (Article. III BWC). This in turn excludes - or in any event strictly limits - the risk that Norway would incur responsibility under the BWC. Given the focus on States and international organisations, it might be necessary to assess whether, exceptionally, investments by the Fund in foreign State bonds or in State-owned enterprises engaged in prohibited weapons development or production, could amount to complicity. Yet investments in private companies will not engage Art. III BWC, even if the companies in question do engage in prohibited activity.

b) Would investments qualify as prohibited 'inducement', 'encouragement' or 'assistance'?

26. Whether Norway is at risk of incurring responsibility depends, secondly, on whether investments by the Fund amount to 'complicity' in the sense of the weapons treaties referenced in Question (a). In light of the preceding considerations, the focus in the following is on Art. 1(1)(c) CMC, Art. 1(1)(c) APMC and Art. 1(1)(d) CWC, which address complicity in '*anyone's*' prohibited activity. The question to be addressed is whether investments by the Fund in companies that do produce or develop chemical weapons, cluster munitions or anti-personnel mines would amount to 'inducement', 'encouragement' or 'assistance' in the sense of the respective treaty provisions.

Investments as an 'inducement' or 'encouragement'?

27. In my assessment, it is unlikely that investments in companies, in line with the Fund's mandate, would be seen to *induce* or *encourage* a prohibited activity in the sense of Art. 1(1)(c) CMC, Art. 1(1)(c) APMC and Art. 1(1)(d) CWC. Both forms of contribution are typically understood to require an *intention* to bring about unlawful conduct. In the context of the Chemical Weapons Convention, it has e.g. been held that 'inducing' and 'encouraging' precludes behaviour that is "undertaken by a State Party with a view to generating violations of the Convention[s]" (Nystuen/Casey-Maslen, CMC Commentary, §1.70). More specifically, it has been held that "[t]o encourage an activity is to advocate that it be conducted", e.g. through requesting it; while inducing is construed as a "specific form of encouragement, in which an incentive is offered to another to commit a prohibited action" (Casey-Maslen, APMC Commentary, §1.72, § 1.73). For standard types of investments undertaken in line with the Fund's mandate, such an intention would be difficult to establish.

28. I note that in a memorandum prepared in 2002, the Petroleum Fund Advisory Commission (the predecessor to the current Council on Ethics) seemed to proceed from a broader understanding. Considering whether a low-level investment in a company that reportedly produced landmines could violate Norway's obligations under Article. 1(1)(c) APMC, the Commission noted that while an "investment … was so modest that it probably would not reach the threshold of the prohibition on states to 'assist' in landmine production, this would probably nevertheless be covered by the alternatives 'encourage or induce in any way'". In my assessment, this reading of the Convention

(qualified by the term 'probably') does not sufficiently reflect the general understanding of terms 'induce' and 'encourage' set out above.

Investments as an 'assistance'?

29. Alternatively, Norway would risk incurring State responsibility if investments by the Fund amounted to prohibited assistance in the sense of Art. 1(1)(c) CMC, Art. 1(1)(c) APMC and Art. 1(1)(d) CWC. The textual reading of the term is not conclusive. The ordinary meaning of 'assist 'is to "provide material support for" an activity (Casey-Maslen, APMC Commentary, §1.71). In this respect, it seems widely accepted that such material support takes various forms, including financial contributions (e.g., Krutzsch et al, CWC Commentary, p. 67: support can be "material or intellectual" and would include the provision of "financial resources"). However, this prompts the question whether relatively low-level or remote forms of financial support would qualify as 'assistance'. This question eschews a clear-cut answer, as States and experts have not approached it uniformly.

30. To begin with, the Fund's Council on Ethics and its predecessor have understood 'assistance' broadly. To illustrate, in its memorandum issued in 2002, the Advisory Commission on International Law took the view that "[b]ecause the Mine Ban Convention goes far in prohibiting any form of assistance …, it is presumed that even a modest investment [3%] could be regarded as a violation".

31. This is a possible understanding, which is also reflected in statements made by a number of States parties to the respective treaties that consider any investment in the production of cluster munitions to be prohibited and in, for example, Italy's legislation implementing the APMC. Yet it is perhaps not (or no longer) the most common reading of the prohibition against assistance. Notably, other countries, in implementing treaty provisions domestically, have proceeded from a narrower understanding that would not view types of investments routinely undertaken by the Fund (i.e. low level, widely dispersed across companies) as prohibited 'assistance'. The following examples illustrate this approach:

    i. In a government statement (2009) on the Cluster Munitions (Prohibitions) Bill, the UK clarified the government's understanding that "[t]he convention does not prohibit so-called indirect financing of cluster munitions. … As such, it would not become illegal to provide funds generally to companies that manufacture a range of goods, including cluster munitions."

    ii. Belgian law distinguishes between direct (e.g., loans) and indirect (e.g., shareholding) forms of financing. Investments by a funds that pursue an index-based approach (i.e. that track the composition of a predefined benchmark index) are not treated as unlawful 'assistance'. It also allows financing of non-weapons related projects of a company involved in manufacture, use, repair, display for

sale, sale, distribution, import or export, storage or transport of prohibited weapons (Art. 8, Loi réglant des activités économiques et individuelles avec des armes, 2006).

iii. The 2008 Irish Cluster Munitions and Anti-Personnel Mines Act - while banning direct and indirect forms of investment - allows investors to contract derivative financial instruments based on a financial index (s. 12–15). A similar exemption is provided for in the Dutch Market Abuse (Financial Supervision Act) Decree, Art. 21a(3).

iv. Switzerland's Federal Act on War Materiel prohibits indirect forms of financing (incl. through shareholdings) only where such financing circumvents the prohibition of direct financing through credits or loans (Art. 8c). The same approach is followed in Liechtenstein's War Material Act (Art. 7c).

32. I note that expert commentators (drawing on approaches like those just summarised) have concluded that "there is not yet sufficient State practice to draw any firm conclusions on whether or not investment in production is covered by 'assist, encourage or induce'" (Nystuen/Casey-Maslen, CMC Commentary, § 1.77). This to me seems the correct position, at least as far as *indirect* forms of investment that do not result in control over a company's decision are concerned. With respect to such indirect investments, the just-mentioned examples confirm that a significant number of States, in giving effect to their obligations under the weapons treaties referred to in Question (a), have made a conscious choice to not to treat remote and generic financial contributions to companies engaged in the development or production of prohibited weapons as a form of 'assistance'. This narrower reading in my assessment is based on an entirely plausible interpretation of the text of Art. 1(1)(c) CMC, Art. 1(1)(c) APMC and Art. 1(1)(d) CWC. What is more, this interpretation is in line with the understanding of the term 'assistance' in the general law of State responsibility - a matter to which I return in response to Question (b).

c) Conclusions

33. All four treaties referred to in Question (a) impose upon Norway a 'non-complicity ' duty which includes a duty not to assist in, encourage, or induce violations of the Convention. Art. III BWC only covers complicity in the conduct of (groups of) States and international organisations, which limits its relevance to investments by the Fund. Under Art. 1(1)(c) CMC, Art. 1(1)(c) APMC and Art. 1(1)(d) CWC, Norway is under a non-complicity duty in relation to *anyone*, including private corporations.

34. Insofar as these provisions oblige Norway not to encourage or induce prohibited activities, they target intentional conduct, undertaken with a view to generating violations of the Convention. Where the Fund acquires shares in private corporations, it will typically not act with the required intention.

35. As regards the prohibition against 'assistance' under Art. 1(1)(c) CMC, Art. 1(1)(c) APMC and Art. 1(1)(d) CWC, it is generally accepted that financial contributions *can* amount to 'assistance'. Yet no consensus has emerged which forms of financial contributions are prohibited. International practice points to a distinction between direct and indirect financial contributions (the latter comprising shareholdings). A number of States has also clarified that non-specific forms of investments, e.g. through index funds, would not amount to 'assistance'. In my assessment, this diversity suggests that the standard types of investments undertaken by the Fund (widely dispersed, following indexes) would not amount to prohibited assistance under under Art. 1(1)(c) CMC, Art. 1(1)(c) APMC and Art. 1(1)(d) CWC.

E. Obligations of Norway under the law of State responsibility, as referred to in Question (b)

36. In addition to treaty commitments, financial investments made by the Fund could engage the international responsibility of Norway under customary rules of State responsibility that require States not to render aid or assistance (i) in the commission of a wrongful act, and (ii) in the maintenance of an unlawful situation. These obligations are set out, respectively, in Article. 16 and Article. 41(2) ASR.

a) Aid or assistance in the commission of wrongful acts

37. Under Art. 16 ASR, a State incurs responsibility when it aids or assists another State in the commission of an internationally wrongful act. This general prohibition against complicity is subject to conditions, some of which are expressly reflected in the text of Art. 16 ASR, while others result from its proper interpretation.

38. A State can be held responsible for aid and assistance if the following cumulative conditions are met:

    i. There needs to be a principal wrongful act by "another State" (Art. 16 ASR).
    ii. The complicit State must have aided or assisted in the commission of that principal wrongful act.
    iii. It must have done so "with knowledge of the circumstances of the principal wrongful act" (Art. 16(a) ASR).
    iv. The principal act must have violated an obligation that also was binding on the complicit State (Art. 16(b) ASR).

39. As far as investment decisions by the Fund are concerned, it is doubtful whether conditions (i), (ii), and (iii) are met.

40. First, Art. 16 ASR concerns inter-State complicity, i.e., complicity of a State in the wrongful conduct of another State. In marked difference to the duties imposed by the CWC, CMC and APMC, which preclude assistance to 'anyone', aid and assistance to private corporations does not engage the duty against aid and assistance under the customary law of State responsibility. To the extent that the Fund invests in private companies, their conduct would not amount to a wrongful act of another State. As with Art. III BWC, this duty may nevertheless be relevant to investments in State bonds or State-owned enterprises, if the State concerned is itself engaged in wrongful conduct under international law.

41. Secondly, in addition to the first argument just set out, it is doubtful whether financial investments of the kind made by the Fund meet the threshold of 'assistance 'required for the customary non-complicity duty to apply. The ILC recognises that financing can amount to aid and assistance, but such aid or assistance has to be "clearly linked to the subsequent wrongful conduct" and to have "contributed significantly" to it (ILC, ASR Commentary to Art. 16, para 5). The discussion on the responsibility of International Organisations in relation to international financial assistance is instructive in this respect. In the context of the ILC's work on the responsibility of International Organisations, the International Monetary Fund (IMF) emphasised that the "fungible character of financial resources also means that IMF financial assistance can never be essential, or contribute significantly, to particular wrongful conduct of a member State", save for "assistance that is earmarked for the wrongful conduct" (UN Doc A/CN.4/582, 22). Applied to the present case, it seems that regular investments by the Fund would concern small-scale and non-specific financial contributions. Save where these are "earmarked for the wrongful conduct", i.e. purposefully aimed to support this conduct, such contribution would not qualify as 'assistance' in the sense of Art. 16 ASR.

42. Thirdly, even if investment decisions amounted to 'assistance' in a prohibited activity, it is doubtful whether this 'assistance' would have been rendered with the required subjective element. Art. 16(a) ASR requires the assisting State to have "knowledge of the circumstances of the principal wrongful act". This requirement is construed strictly. To illustrate, in its commentary, the ILC indicated that a "State is not responsible for aid or assistance … unless the relevant State organ intended, by the aid or assistance given, to facilitate the occurrence of the wrongful conduct" (ILC, ASR Commentary to Art. 16, para 5). Similarly, in relation to complicity in genocide, for example, the ICJ has held that "an accomplice must have given support in perpetrating the genocide with full knowledge of the facts" (ICJ, *Bosnian Genocide*, 2007, para 432). As the Fund's typical investment activities track the composition of a specific index and is limited to non-specific shareholding, it seems difficult to see that they would be made with this required level of 'knowledge', let alone with the intention to facilitate the wrongful conduct that may be undertaken by the beneficiary of the financial contribution.

43. Stepping back from the details, it is worth reiterating that, for Norway to incur responsibility under Art. 16 ASR, the four conditions listed above need to be met cumulatively. In light of the preceding considerations, financial investments made by the Fund in line with its mandate are unlikely to meet three of these four conditions. As this is so, I do not consider that these investment decisions pose a risk of violating Norway's obligation not to render aid and assistance to internationally wrongful acts in the sense of Art.16 ASR.

b) Aid and assistance in the maintenance of an unlawful situation

44. In addition to Art. 16, the general law of State responsibility imposes upon States a more targeted duty not to render aid and assistance. This more targeted duty is spelled out in Art. 41(2) ASR, which provides as follows:

> "No State shall recognize as lawful a situation created by a serious breach within the meaning of article 40, nor render aid or assistance in maintaining that situation."

45. This duty applies to a particular type of qualified wrongful act which entails "a serious breach by a State of an obligation arising under a peremptory norm of general international law", involving "a gross or systematic failure by the responsible State to fulfil the obligation" (Art. 40, ASR). Peremptory norms, in turn, are rules of international law of cardinal importance, from which no derogation is permitted (Art. 53, Vienna Convention on the Law of Treaties). According to the ILC, the following rules of international law possess such heightened status: "the prohibition of aggression, the prohibition of genocide, the prohibition of crimes against humanity, the basic rules of international humanitarian law, the prohibition of racial discrimination and apartheid, the prohibition of slavery, the prohibition of torture, and the right of self-determination" (see ILC, Draft conclusions on peremptory norms, Annex).

46. As is clear from this context, the targeted prohibition against complicity, while using similar terms ('aid and assistance'), has a much narrower remit than the general duty against aid and assistance under Art. 16 ASR. Its sole focus is on conduct that helps maintain a situation created by a prior, particularly egregious wrongful conduct – a form of complicity 'after the fact'. This is central to appreciating whether Norway is at risk of incurring responsibility pursuant to Art. 41(2).

47. Read properly, the targeted prohibition against complicity after the fact only applies if another State has previously seriously violated its own obligations under a peremptory norm of general international law, and has thereby created a situation of on-going unlawfulness. Importantly, not all breaches of a peremptory norm will result in such a 'situation'. In practice, Art. 41(2) has so far mostly been invoked in the context of unlawful territorial situations brought about through illegal uses of force.

48. Even in this setting, it is not entirely clear what it means for other States not to "render aid or assistance in maintaining [the unlawful] situation." According to the ILC, the terms 'aid and assistance' are "to be read in connection with article 16" (ILC, ASR Commentary to Art. 41, para 11). This in turn would suggest that only 'significant' levels of assistance are precluded, which are 'clearly linked' to the maintenance of the unlawful situation and provided with 'knowledge' of the circumstances – conditions that, for the reasons highlighted in the preceding section, the Fund's investment activities would not meet.

49. At the same time, I note that the ILC's approach is encapsulated in a brief remark and has met with criticism. What is more, in a recent decision concerning the Occupied Palestinian Territories, the ICJ has addressed duties of third States, and formulated these in slightly different language: Faced with Israel's long-standing occupation, the Court clarified that, first, States must "abstain from entering into economic or trade dealings with Israel concerning the Occupied Palestinian Territory or parts thereof which may entrench its unlawful presence in the territory", and, second, "take steps to prevent trade or investment relations that assist in the maintenance of the illegal situation created by Israel in the Occupied Palestinian Territory" (ICJ, Advisory Opinion on the Occupied Palestinian Territories, 2024, para 278).

50. These statements are not very specific either. What is more, they were made in the context of one particular conflict and not expressly derived from Article 41(2). That said, in emphasising that States must take "steps to prevent" investment relations that "assist in the maintenance" of an unlawful territorial situation, they shift the focus towards a duty of prevention. To comply with this obligation, the Fund will need to assess its financial contributions to companies that could be seen to assist Israel in the maintenance of its occupation. Such a due diligence assessment will require a case-by-case analysis, in which two factors seem particularly relevant:
    i. The *nature* of commercial activities in which the Fund is invested: There is a particular need to scrutinise investments in companies whose commercial activities support the occupying power's unlawful control of the occupied territory (e.g. in sectors such as security, surveillance, or policing) or enable it to explore natural resources located in unlawfully occupied territory.
    ii. The *significance* of the Fund's contribution: In line with considerations set out above, financial contributions by the Fund will be more likely to amount to 'assistance' if they are clearly linked to a company's activities in the occupied territory. In this respect, direct forms of support (loans, project finance) and investments exceeding the regular 10% cap in my assessment would be problematic and require particular scrutiny.

c) Conclusions

51. Under the customary law of State responsibility, Norway is under a general obligation not to render aid and assistance in the commission of internationally wrongful acts. This customary obligation, set out in Art. 16 ASR, is formulated relatively restrictively, precluding only contributions to *another State's* breach of international law, which the assisting State makes with knowledge of the circumstances and significantly and directly contribute to its commission. The Fund's investments in private corporations are unlikely to engage Norway's obligation under Art. 16 ASR, as they would not amount to a direct and significant contribution to another State's wrongful conduct, made with knowledge of the circumstances.

52. Under Art. 41(2) ASR, Norway is under a more narrowly defined obligation not to render aid and assistance in maintaining an unlawful situation brought about by the breach of a peremptory norm of international law. While its precise scope remains contested, this duty requires the Fund to exercise a heightened level of scrutiny over investment decisions and, notably, to ensure that these do not help entrench unlawful territorial situations.

F. Obligations of Norway under the NPT, as referred to in Question (c)

53. Question (c) highlights a further treaty, namely the Non-Proliferation Treaty (NPT), and asks whether financial investments made by the Fund could engage the international responsibility of Norway under it. The NPT distinguishes between nuclear weapons States and non-nuclear weapons States (including Norway), imposing on these two groups of States differing obligations. The key obligations of non-nuclear weapons States under Art. II are not to receive the transfer of nuclear weapons or devices, not to manufacture or acquire nuclear weapons or devices, and not to seek or receive assistance towards such manufacture.

54. As opposed to the weapons treaties addressed in Part D, the NPT imposes no explicit duty on non-nuclear weapons States ‘not to assist ’others in the acquisition or manufacture of nuclear weapons, and no such duty is implicit in the Treaty. Under the NPT, only the nuclear weapons States are under an obligation not to assist any non-nuclear weapons State to manufacture nuclear weapons or devices.

55. I note that a duty against assistance was included in a subsequent treaty, namely the 2017 Treaty on the Prohibition of Nuclear Weapons (TPNW, see Art. 1(1)(e)). As Norway is not a party to the TPNW, it provides no basis for holding Norway responsible under international law. In any event, the scope of Art. 1(1)(e) TPNW has remained contested, and commentators conclude that “[a] blanket prohibition on investment is not provided for” (Casey-Maslen, TPNW Commentary, §1.117-1.118)

56. In the absence of any duty of non-assistance in the NPT, I see no risk that investment decisions by the Fund will render Norway responsible under international law.

G. Other obligations that could be of relevance

57. I have been asked to identify "[o]ther considerations relevant to international legal obligations for Norway relating to the management of the Fund's investments." In response, I draw attention to obligations of Norway in three distinct fields.

a) The duty to prevent genocide

58. Art. 1 of the 1948 Genocide Convention requires Norway to prevent the crime of genocide (Art. 1). The central elements of this obligation were specified by the ICJ in the *Bosnian Genocide* case. The Court noted that the duty to prevent applies when States become aware of a "serious risk that genocide will be committed", but could only be violated if "genocide was actually committed" (para 431). As to the scope of the duty, all States, within the limits of international law, must "employ all means reasonably available …, so as to prevent genocide so far as possible" (para 430). The Court further clarified on to state that "[a] State does not incur responsibility simply because the desired result is not achieved; responsibility is however incurred if the State manifestly failed to take all measures to prevent genocide which were within its power, and which might have contributed to preventing the genocide" (para. 431). It added that "[i]n this area the notion of 'due diligence', which calls for an assessment *in concreto*, is of critical importance" (para. 431).

59. In light of these statements, it is clear that Norway is under a duty to prevent genocide if it becomes aware of a serious risk that such genocide will be committed. The specific content of Norway's obligation notably depends on its "capacity to influence effectively the action of persons likely to commit, or already committing, genocide", which may vary depending on "the geographical distance … to the scene of events", the identity of those suspected of engaging in genocide (which could be a rebel movement, a State, etc.), and on Norway's political and other links with the suspects (see ICJ, *Bosnian Genocide case,* para. 430). Given these variables and as highlighted by the ICJ, Norway, when becoming aware of a serious risk, is required to engage in a due diligence assessment of the means at its disposal that might contribute to preventing the potential genocide. Alongside political and diplomatic measures, such due diligence will require an assessment of the Fund's investments: in light of Norway's duty to 'employ all means reasonably available' to prevent genocide, the Fund will need to scrutinise whether changes in its investment could help prevent genocide. This requires a case-by-case assessment of the Fund's existing investments, in which consideration will e.g. have to be given to the following factors: (i) the relationship of a company in which the Fund is invested with those suspected of genocide; (ii) the significance of commercial activities

of such company to the conduct potentially amounting to genocide; (iii) the capacity of the Fund to influence the conduct of companies in which it is invested.

b) The duty to ensure respect with international humanitarian law

60. Under common article 1 of the Geneva Conventions, Norway is required "to ensure respect" for the Conventions "in all circumstances". The precise scope of this obligations is disputed. The International Committee of the Red Cross (ICRC) considers it to "ha[ve] an external dimension" comprising negative and positive obligations: "Under the negative obligation, High Contracting Parties may neither encourage, nor aid or assist in violations of the Conventions by Parties to a conflict. Under the positive obligation, they must do everything reasonably in their power to prevent and bring such violations to an end." (2016 Commentary to GC I, Common Art. 1, para 154).

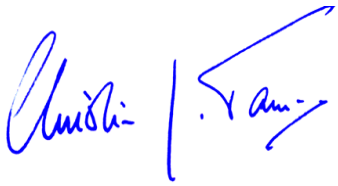
61. For the reasons set out in Parts D and E of this Report (which apply to the interpretation of the terms in common article 1), I do not consider the Fund's standard financial investments to amount to 'aid and assistance' or an 'encouragement'. As a result, Norway in my assessment is not at risk of violating the 'negative obligation' flowing from common article 1. As regards the positive dimension suggested by the ICRC, the specific content of the alleged 'positive duty' to prevent and bring to an end violations depends on "the gravity of the breach, the means reasonably available to the State, and the degree of influence it exercises over those responsible for the breach" (para 165). In the face of grave breaches, Norway will be required to exercise due diligence in considering what measures are "reasonably in [its] power to prevent and bring such violations to an end" (ibid.). In this respect, the considerations set out in relation to the duty to prevent genocide apply *mutatis mutandis:* Alongside political and diplomatic measures, Norway needs to ensure that the Fund assesses the impact of its investments in companies whose commercial activities facilitate grave violations of international humanitarian law.

c) Duties of suppression under transnational crime conventions

62. Finally, two widely-ratified conventions – the United Nations Convention against Transnational Organized Crime (UNCTOC) and the United Nations Convention against Corruption (UNCAC) – require Norway to take measures to suppress certain forms of transnational crime. Under UNCTOC, Norway e.g. is obliged to take action "to deter and detect all forms of money-laundering" (Art. 7(1)), while UNCAC requires Norway have in place preventive regulatory and supervisory regimes to detect and deter transnational financial crime (see e.g. Art. 5). While both Convention focuses on regulatory systems within a State's jurisdiction, the general duties of prevention imposed by them can be read to apply to the use of public monies. Seen in that light, it will be important for Norway to have in place a monitoring system that ensures that investments decisions by the Fund do not facilitate corruption or other forms of transnational crime. In this respect, I note that under section 4(g) of the interim ethical

guidelines, a company may be excluded from investment or placed under observation if "there is an unacceptable risk that the company contributes to or is responsible for (…) gross corruption or other serious financial crime" – a provision relied on by the Council on Ethics in recommendations referencing UNTCOC and UNCAC).

Respectfully submitted



Christian J. Tams

London, 11 September 2026

Vedlegg 2. Viktige ord og uttrykk

Nedenfor forklares viktige ord og uttrykk som er brukt i rapporten.[1]

Aksje

En aksje er et verdipapir som representerer en eierandel i et aksjeselskap. Eieren av en aksje kalles en aksjonær. Aksjeselskap betaler ofte ut årlig utbytte per aksje. Selskapet kan også utbetale overskudd ved å kjøpe tilbake aksjer. Ettersom selskapets verdi forandrer seg over tid, først og fremst avhengig av selskapets presentasjoner og fremtidsutsikter, vil også aksjekursen svinge. En aksjonær oppnår kursgevinst når aksjekursen stiger eller kurstap når aksjekursen faller. Ved å eie en aksje, har aksjonæren som regel rett til å stemme ved selskapets generalforsamling.

Aksjonæravtale

En avtale mellom to eller flere aksjonærer i et selskap om hvordan de skal bruke eierrettighetene sine, for eksempel ved stemmegivning, styrevalg eller salg av aksjer.

Aktiv forvaltning

Aktiv forvaltning betyr at forvalter ut fra analyser og vurderinger setter sammen en portefølje som avviker fra referanseindeksen fastsatt av kapitaleier. I en slik portefølje vil noen verdipapirer være overvektet og andre undervektet sammenliknet med referanseindeksen. Formålet med slike avvik er å oppnå en meravkastning eller et bedre forhold mellom avkastning og risiko enn det som følger av referanseindeksen. I SPU er avviket fra referanseindeksen først og fremst regulert gjennom en ramme for forventet relativ volatilitet.

Aktivaklasser

Aktivaklasser er ulike typer eller klasser av finansielle eiendeler med ulike avkastnings- og risikoegenskaper. I referanseindeksen for SPU inngår to aktivaklasser: aksjer og obligasjoner.

Aktivisme (aktivistisk investor)

Eierskapsutøvelse der en investor kjøper seg inn i et selskap for å få gjennomført bestemte endringer, for eksempel i strategi, ledelse eller kapitalstruktur. En aktivistisk investor har gjerne en større eierandel og bruker forslag på generalforsamlingen, offentlig press eller kamp om styreplasser.

Annualisert avkastning

Gjennomsnittlig årlig avkastning over en periode på flere år.

[11]Enkelte definisjoner er hentet fra Finansdepartementets årlige stortingsmelding om Statens pensjonsfond.

Ansvarlig forvaltning

Ansvarlig forvaltning går ut på å fremme langsiktig verdiskaping og redusere risiko forbundet med miljømessige, sosiale og styringsmessige forhold (se ESG). Det finnes ikke én ledende modell for ansvarlig forvaltningspraksis, og det er store forskjeller mellom hvordan ulike investorer tilnærmer seg temaet.

Avkastning

Historisk avkastning beregnes som endring i total markedsverdi fra et gitt tidspunkt til et annet. Kontantstrømmer utbetalt i perioden, som aksjeutbytte og kuponger, inngår ved beregning av avkastningen.

Diversifisering

Diversifisering, eller risikospredning, går ut på å spre investeringene mellom ulike aktivaklasser, markeder, industrier, geografiske regioner mv. Diversifisering vil normalt redusere risikoen i en portefølje, fordi verdien av en diversifisert portefølje i mindre grad påvirkes av svingningene i enkeltaksjer, bransjer eller markeder. Diversifisering kan bedre forholdet mellom forventet avkastning og risiko. SPU er bredt diversifisert, med en referanseindeks spredt på flere aktivaklasser og et bredt utvalg av land, sektorer og selskaper.

Egenkapital

Egenkapital er selskapets eiendeler, fratrukket gjeld, og er den delen av selskapet som tilhører eierne.

Eierskapsutøvelse

Utøvelsen av rettighetene eiere av aksjer og obligasjoner har. Dette omfatter for eksempel retten til å stemme ved generalforsamlinger.

ESG

ESG er en forkortelse for «environmental, social and governance» og brukes for å beskrive hvordan selskaper håndterer forhold knyttet til miljø, samfunn og selskapsstyring.

EUs kvotesystem

EUs system for handel med utslippskvoter. Det er satt et tak på samlede utslipp fra sektorene som omfattes, blant annet kraftproduksjon, industri og luftfart. Selskapene må ha en kvote for hvert tonn CO_2 de slipper ut, og kvotene kan kjøpes og selges. Taket senkes over tid. Norge deltar gjennom EØS-avtalen.

Faktisk portefølje

Faktisk portefølje betegner de samlede investeringene som fondet består av. Faktisk portefølje vil normalt avvike fra referanseindeksen (aktiv forvaltning).

Faktisk referanseindeks

Den faktiske referanseindeksen for SPU tar utgangspunkt i den strategiske referanseindeksen. Den strategiske referanseindeksen angir fordelingen på aktivaklasser og inneholder et gitt antall verdipapirer som er bestemt av de kriterier indeksleverandøren legger til grunn for inkludering i indeksen. Sammensetningen av den faktiske referanseindeksen vil over tid bevege seg bort fra de strategiske vektene som følge av ulik kursutvikling mellom aktivaklassene. For å unngå at avviket fra de strategiske vektene over tid blir for stort, har Finansdepartementet fastsatt regler for tilbakevekting av andelen aksjer i den faktiske referanseindeksen. Innenfor fastsatte rammer for forvaltningen kan sammensetningen av faktisk portefølje avvike fra det som følger av den faktiske referanseindeksen. Ettersom rammen for avvik er begrenset, vil avkastning og risiko i Statens pensjonsfond i stor grad være bestemt av den faktiske referanseindeksen. Den faktiske referanseindeksen er utgangspunktet for måling av meravkastning og risiko i forvaltningen.

Finansiell risiko

Også omtalt som investeringsrisiko. Definert som markedsrisiko, kredittrisiko og motpartsrisiko. Med markedsrisiko menes de tapene som kan oppstå på grunn av svingninger i prisene på verdipapirer (volatilitet). Kredittrisiko er definert som risiko for tap som følge av at en utsteder ikke kan oppfylle sine betalingsforpliktelser. Motpartsrisiko er definert som risiko for tap som følge av at en motpart ikke kan oppfylle sine forpliktelser.

FNs Global Compact

FNs initiativ for ansvarlig næringsliv. Selskaper som slutter seg til, forplikter seg til å følge ti prinsipper om menneskerettigheter, arbeidstakerrettigheter, miljø og antikorrupsjon.

Forventet relativ volatilitet

En kapitaleier vil normalt sette rammer for hvor stor risiko forvalter kan ta. Én fremgangsmåte er å fastsette en referanseindeks samt tilhørende rammer for hvor mye avkastningen av den faktiske porteføljen kan avvike fra avkastningen av referanseindeksen. Finansdepartementet har i mandatet til Norges Bank blant annet fastsatt en ramme for forventet relativ volatilitet, som er det forventede standardavviket til forskjellen i avkastning mellom den faktiske porteføljen og referanseindeksen (differanseavkastningen). Over tid, og under gitte forutsetninger, innebærer dette at dersom hele rammen utnyttes, vil faktisk avkastning i to av tre år avvike fra avkastningen av faktisk referanseindeks med mindre enn den fastsatte rammen, uttrykt i prosentenheter.

Fremvoksende markeder

Fremvoksende markeder er en betegnelse på land der økonomien er mindre utviklet enn i de tradisjonelle industrilandene. Det er ingen entydige kriterier som definerer om et marked er fremvoksende, og det finnes ulik praksis for slik klassifisering. Ved investeringer i noterte aksjemarkeder er det vanlig å benytte klassifiseringene til indeksleverandører som FTSE Russell. FTSE Russell klassifiserer fremvoksende markeder blant annet basert på bruttonasjonalinntekt per innbygger. Siden indekser er utgangspunkt for finansielle investeringer tas det også hensyn til egenskaper ved finansmarkedet, som størrelse, omsettelighet og regulering.

Generativ kunstig intelligens

Kunstig intelligens som lager nytt innhold, som tekst, bilder, lyd eller programkode, ut fra store mengder data den er trent på. Store språkmodeller er et eksempel.

Geopolitikk

Geopolitikk omhandler staters vurdering av trusler mot eget territorium, suverenitet og velferd basert på blant annet geografi, tilgang på ressurser (energi, råstoffer, mineraler og sjeldne jordarter, vann, mat, mv.), teknologisk utvikling, demografi og andre strukturelle forhold. I dagligtale brukes gjerne geopolitikk om maktforhold mellom stormakter, ettersom disse relasjonene legger føringer for hvordan andre stater kan opptre.

Globalisering

Globaliseringen er et uttrykk som ofte brukes om at verden i dag er mer sammenkoplet enn tidligere. Begrepet brukes innenfor en rekke områder, som økonomi, teknologi, kultur og politikk. Innen økonomifeltet dekker begrepet globalisering flere beslektede, men adskilte fenomener, herunder handelsliberalisering, økte handelsvolumer, leverandørkjeder på tvers av land, teknologisk integrering og bruk av underleverandører i andre land.

Handelsbarriere

En handelshindring, eller handelsbarriere, er noe som hindrer handel med andre land. Eksempler på handelsbarrierer er toll og ulike former for restriksjoner på import og eksport.

Handlingsregelen

Innebærer at uttaket fra fondet over tid skal tilsvare forventet langsiktig realavkastning, beregnet til 3 pst.

Handlingsrom

Handlingsrommet er definert som den årlige veksten i skatteinntekter og inntekter fra SPU, fratrukket økninger i utgifter til folketrygden. Handlingsrommet brukes til å dekke demografiske utgifter i helseforetakene og kommunene og andre prioriterte formål. Handlingsrommet i det enkelte budsjett kan også økes gjennom politiske tiltak.

Hybrid krigføring

En stats bruk av flere virkemidler samtidig for å skade eller presse en annen stat, uten at det nødvendigvis blir åpen krig. Virkemidlene kan være digitale angrep, sabotasje, desinformasjon, økonomisk press og skjult militær maktbruk.

IEA

International Energy Agency (Det internasjonale energibyrået).

Ikke-selvstyrt område

Et område som ikke har fått fullt selvstyre, og der befolkningen etter FN-pakten har rett til selvbestemmelse. FN fører en liste over slike områder. Vest-Sahara står på listen.

IKT

Informasjons- og kommunikasjonsteknologi.

Immobilisering av statsmidler

Tiltak som hindrer en stat i å bruke eller flytte midler den har i utlandet, for eksempel sentralbankens reserver. Midlene fryses, men blir ikke konfiskert, og staten er fortsatt eier. Et eksempel er EUs immobilisering av russiske sentralbankmidler i 2022.

Indeks

En indeks inneholder et sett med verdipapirer som er valgt ut på bakgrunn av kriterier som indeksleverandøren har lagt til grunn. Indeksavkastningen er den gjennomsnittlige avkastningen for de verdipapirene som inngår i indeksen. Hvis det er mulig å investere en portefølje i tråd med sammensetningen av indeksen, kalles indeksen investerbar. Når en indeks brukes som avkastningsmål for en bestemt portefølje med verdipapirer, kalles den en referanseindeks.

Indeksforvaltning

Med indeksforvaltning (eller passiv forvaltning) menes at forvaltningen er innrettet mot at den faktiske porteføljen skal gjenspeile sammensetningen av referanseindeksen. Dersom sammensetningen av den faktiske porteføljen er eksakt lik sammensetningen av referanseindeksen, vil avkastningen av faktisk portefølje og referanseindeksen være lik, hvis vi ser bort fra transaksjonskostnader, skatt og forvaltningskostnader. Dersom referanseindeksen omfatter mesteparten av de omsatte verdipapirene i markedet, vil man ved indeksforvaltning oppnå en avkastning som gjenspeiler avkastningen i markedet samlet. Avkastningen som følger av en bred markedseksponering kalles ofte markedsavkastning. Kostnadene ved indeksforvaltning er normalt lave.

Innsideregler og markedsmanipulasjon

Innsideregler forbyr å handle i verdipapirer på grunnlag av opplysninger som ikke er offentlig kjent, og som kan påvirke kursen. Markedsmanipulasjon er handler eller opplysninger som gir et uriktig bilde av tilbud, etterspørsel eller pris. Begge deler er forbudt etter verdipapirregelverket.

Institusjonell investor

Institusjonelle investorer er organisasjoner som har som formål å drive investeringsvirksomhet, gjerne på vegne av klienter. Institusjonelle investorer vil typisk forvalte store porteføljer fordelt på flere aktivaklasser og geografiske markeder. Eksempler på institusjonelle investorer er pensjonsfond, forsikringsselskaper, verdipapirfond og statlige investeringsfond. Banker og hedgefond kan også regnes som institusjonelle investorer.

Investeringsunivers

De eiendeler, sektorer og land som forvalterne av Statens pensjonsfond har anledning til å investere i. Investeringsuniverset omfatter flere verdipapirer enn referanseindeksene.

Karbonprising

Virkemidler som gir utslipp av klimagasser en pris, slik at det blir dyrere å slippe ut. De vanligste formene er avgift på utslipp og kvotesystemer med handel.

Klimarisiko

Klimarisiko er risiko for direkte og indirekte skader eller tap som følge av klimaendringer og overgangen til et lavutslippssamfunn. Begrepet beskriver usikkerheten som klimaendringene og klimapolitiske tiltak skaper, og hvilken betydning denne usikkerheten kan få. Det skilles gjerne mellom fysisk klimarisiko, som er risiko knyttet til konsekvensene av fysiske endringer i miljøet, og overgangsrisiko, som er risiko knyttet til konsekvensene av klimapolitikken og den teknologiske utviklingen ved overgang til et lavutslippssamfunn.

Korrelasjon

Korrelasjon er et statistisk mål på samvariasjonen mellom to variabler. Positiv korrelasjon betyr at høye verdier av den ene variabelen sammenfaller med høye verdier av den andre. Dersom korrelasjonen er null, innebærer det at det ikke eksisterer noen form for samvariasjon mellom de aktuelle variablene. Negativ korrelasjon betyr at høye verdier av den ene variabelen sammenfaller med lave verdier av den andre. Dersom korrelasjonen er «perfekt», dvs. med en korrelasjonskoeffisient på 1 eller -1, er det et fullstendig lineært forhold mellom de variablene. Med mindre det er perfekt positiv korrelasjon mellom avkastningen på enkeltinvesteringer, vil en kunne redusere risikoen i en portefølje ved å spre investeringene på flere aktiva.

Kredittvurdering

Kredittvurdering er en vurdering av et lands eller selskaps evne til å betjene gjeld og andre forpliktelser.

Kritiske mineraler

Mineraler og metaller som er viktige for økonomien eller forsvaret, og der forsyningen er sårbar, for eksempel fordi produksjonen er samlet i få land. Eksempler er kobolt, litium og sjeldne jordarter. Land og organisasjoner har egne lister over hvilke mineraler de regner som kritiske.

Kumulativ avkastning

Samlet avkastning over en periode.

Kvanteteknologi

Teknologi som utnytter kvantefysiske egenskaper ved de minste partiklene. Den omfatter blant annet kvantedatamaskiner, som på sikt kan utfordre dagens krypteringssystemer, og svært nøyaktige sensorer.

Likviditet

Likviditet brukes innen finans for å beskrive hvor enkelt et aktiva kan kjøpes eller selges i markedet uten å påvirke kursen.

Markedskonsentrasjon

Markedskonsentrasjonen beskriver hvordan markedsverdiene av enkelte markeder er fordelt sammenliknet med verdien av alle markedene.

Markedsmakt

Markedsmakt betyr at et selskap har en så dominerende markedsandel innenfor et bestemt marked at det hindrer fri konkurranse og fri prisdannelse.

Markedsporteføljen

En portefølje som omfatter alle verdipapirene i et marked, der hvert verdipapir har en vekt lik sin andel av samlet markedsverdi. Se også markedsvekter.

Markedsrisiko

Markedsrisiko er risikoen for at verdien på et verdipapir eller en verdipapirportefølje skal endre seg som følge av brede bevegelser i markedsprisene på aksjer, valutaer, råvarer og renter. Det er vanlig å legge til grunn at høyere markedsrisiko gir høyere forventet avkastning.

Markedsvekter

En portefølje eller indeks er markedsverdivektet når investeringene i hvert enkelt verdipapir eller eiendel inngår med en vekt lik verdipapirets andel av samlet markedsverdi.

Masseødeleggelsesvåpen

Våpen som kan drepe svært mange mennesker på én gang, og som ikke skiller mellom sivile og militære mål. Begrepet omfatter kjernevåpen, kjemiske våpen og biologiske våpen.

Meravkastning

Bidraget fra den aktive forvaltningen til avkastningen på de investerte midlene kalles meravkastning, og måles som forskjellen mellom avkastningen i faktisk portefølje og i referanseindeksen. Dette kalles også differanseavkastning, eller mindreavkastning når den faktiske porteføljen har lavere avkastning enn referanseindeksen. For å vurdere resultatene av aktiv forvaltning må en også ta hensyn til risiko og forvaltningskostnader.

Netto nullutslipp

At utslippene av klimagasser ikke er større enn det som fjernes fra atmosfæren.

NGO

Non-governmental organisation (frivillig organisasjon).

Obligasjon

En obligasjon er et omsettelig lån med løpetid på mer enn ett år. Obligasjoner innfris av utsteder (låntaker) ved forfall, og i perioden fra utstedelse til forfall betaler utsteder normalt en periodisk rente til eierne av obligasjonene (såkalt kupong). Mange obligasjoner er basert på en fast nominell rente, dvs. at kupongen er et beløp som er bestemt på forhånd, men kupongen kan også være knyttet til en flytende rente. Ved en reduksjon i det generelle rentenivået vil prisen på en obligasjon med fast rente stige, slik at den forventede avkastningen knyttet til de faste rentekupongene er i tråd med den lavere markedsrenten. Motsatt vil prisen på obligasjonen synke ved en økning i det generelle rentenivået.

Oljesand

Sand og leire blandet med tungolje (bitumen) som kan utvinnes og foredles til råolje. Utvinningen gir høyere klimagassutslipp per fat enn vanlig oljeproduksjon. De største forekomstene er i Alberta i Canada.

Omdømme

Omdømme kan betraktes som et kollektivt formet inntrykk som skapes gjennom hvordan en aktør interagerer med omverdenen og hvordan organisasjonens virksomhet oppfattes av omverdenen.

Omdømmerisiko

Omdømmerisiko er ikke klart definert, men et utgangspunkt er Federal Reserves omtale av omdømmerisiko som *«the potential that negative publicity regarding an institution's business practices, whether true or not, will cause a decline in the customer base, costly litigation, or revenue reductions.»*

Operasjonell risiko

Operasjonell risiko er risikoen for økonomiske tap eller tap av omdømme som følge av utilstrekkelige eller sviktende interne prosesser eller systemer, menneskelige feil, eller eksterne hendelser. Operasjonell risiko gir ingen risikopremie. I styringen av operasjonell risiko må en vurdere gevinsten ved tiltak som reduserer sannsynligheten for slike feil opp mot kostnadene som påløper som følge av økt kontroll, overvåking mv.

Parisavtalen

Den globale klimaavtalen fra 2015 under FNs klimakonvensjon. Målet er å holde den globale oppvarmingen godt under 2 grader, og å arbeide for å begrense den til 1,5 grader, sammenliknet med førindustrielt nivå.

Permanentinntekt

Den inntekten en formue kan gi hvert år for all fremtid uten at formuen tæres på.

Politisk risiko

Relaterer seg til risiko for tap av penger eller omdømme som følge av forhold innad i et land knyttet til det politiske styringssystemet (politisk stabilitet, regulatoriske forhold, konfiskering mv.).

Portefølje

En sammensetning av ulike verdipapirer som holdes av samme investor.

PRIO

Peace Research Institute Oslo (Institutt for fredsforskning).

Produktivitet

Produktivitet sier noe om hvor mye varer eller tjenester som kan produseres for en gitt mengde innsatsfaktorer (kapital og arbeidsinnsats). Dersom mengden varer og tjenester produsert øker mens innsatsfaktorene har vært konstante, har produktiviteten økt.

Proteksjonisme

Proteksjonisme er en betegnelse på en politikk innrettet mot å beskytte et lands produksjon og næringsliv mot konkurranse fra andre land.

Realaktiva

Fysiske eiendeler som eiendom og infrastruktur, i motsetning til finansielle eiendeler som aksjer og obligasjoner. SPUs investeringer i unoterte realaktiva er unotert eiendom og unotert infrastruktur for fornybar energi.

Realavkastning

Realavkastning er oppnådd nominell avkastning justert for prisstigning (inflasjon). Dette kan også betegnes som avkastning målt i faste priser eller i kjøpekraft.

Referanseindeks

Se indeks.

Risiko

Risiko handler om fremtidige konsekvenser av en aktivitet og usikkerhet, der konsekvensene kan ses på som avvik i forhold til et planlagt eller tenkt forløp. Avvikene kan gå i negativ eller positiv retning (trusler og muligheter). Størrelsen på risikoen avhenger av hvor store de mulige konsekvensene er, hvor sannsynlig en vurderer det er at de vil inntreffe, og styrken på kunnskapen disse vurderingene hviler på. Risiko har ulike dimensjoner. En viktig dimensjon er skillet mellom risiko som kan tallfestes og risiko som vanskelig lar seg tallfeste. Et eksempel på det første er markedsrisikoen for investeringer i verdipapirmarkedet. Et eksempel på det andre er den operasjonelle risikoen i en portefølje. Standardavvik er en vanlig måte å tallfeste risiko på.

Risikofrie renter

Statsobligasjoner utstedt i stabile økonomier anses gjerne å ha lavere kredittrisiko, og i noen tilfeller være «risikofrie». Dette er blant annet fordi stater kan øke skattene eller i siste instans trykke flere penger for å tilbakebetale gjelden, i motsetning til selskaper som i større grad er avhengige av den økonomiske utviklingen (omsetning, kostnader) for å kunne betjene gjelden sin.

Risikojustert avkastning

Avvik fra referanseindeksen kan føre til at svingningene i en portefølje blir høyere eller lavere enn i referanseindeksen. I finanslitteraturen benyttes modeller og måltall for å vurdere om en investor er blitt kompensert for risikoen som er tatt i forvaltningen. Sharpe-raten og informasjonsraten er to ofte brukte mål på risikojustert avkastning.

Risikopremie

Investorer vil normalt kreve en forventet avkastning ut over risikofri rente for å bære risiko som ikke kan fjernes ved diversifisering, dvs. for eksponering mot systematiske risikofaktorer. Denne meravkastningen kalles risikopremie.

Sanksjoner

Med sanksjoner menes i denne rapporten tvangstiltak truffet av en eller flere stater mot en annen stat. Sanksjoner brukes som regel i forsøk på å tvinge en stat til å overholde sine folkerettslige forpliktelser eller underkaste seg dom. Typen sanksjoner som oftest blir brukt er av økonomisk og politisk art.

Scenarioanalyse

En analyse av hvordan verdien av en portefølje eller et selskap kan påvirkes av tenkte, men mulige utviklingsforløp. Scenarioene beskriver en utvikling uten å ta stilling til hvor sannsynlig den er.

Scope 1-, 2- og 3-utslipp

Kategorier for et selskaps klimagassutslipp. Scope 1 er direkte utslipp fra selskapets egen virksomhet. Scope 2 er indirekte utslipp fra produksjon av strøm og varme som selskapet kjøper. Scope 3 er alle andre indirekte utslipp i verdikjeden, fra leverandører og fra bruk av selskapets produkter.

Skytjenester

Tjenester der lagring, datakraft og programvare leveres over internett fra store datasentre, i stedet for fra maskiner brukeren selv eier og drifter.

«Sovereign Wealth Funds»

Såkalte Sovereign Wealth Funds kan karakteriseres som statlige investeringsfond med aktiva i utenlandsk valuta, der den operative forvaltningen utføres separat fra offisielle valutareserver.

Standardavvik

Standardavvik er et mål på risikoen i en portefølje. Det viser hvor mye verdien av en variabel (porteføljens avkastning) ventes å svinge rundt sin gjennomsnittsverdi. Dersom det ikke er noen variasjon er standardavviket lik 0. Jo høyere standardavvik, desto større er forventede svingninger (volatilitet) eller risiko i forhold til gjennomsnittsavkastningen. Ved å kople standardavviket til en sannsynlighetsfordeling, kan en si noe om hvor sannsynlig det er at porteføljen vil falle i verdi med mer enn x prosent eller stige i verdi med mer enn y prosent i løpet av en gitt periode.

Statsobligasjonsunntaket

I henhold til mandatet fra Finansdepartementet til Norges Bank kan banken ikke investere SPU i «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 mot et bestemt land og Norge har sluttet opp om tiltakene». Per oktober 2026 omfattes Iran, Nord-Korea, Russland og Hviterussland av denne bestemmelsen.

Stresstest

En beregning av hvor mye verdien av en portefølje kan endre seg ved en tenkt, ugunstig utvikling, for eksempel et kraftig kursfall. Norges Bank bruker stresstester blant annet for å måle klimarisiko i fondet.

Systematisk risiko

Systematisk risiko er den delen av risikoen til et verdipapir eller porteføljе som ikke kan diversifiseres bort. Investorer kan for eksempel ikke diversifisere seg bort fra nedgangstider, manglende tilgang på kreditt og likviditet eller markedskollaps. Den systematiske risikoen reflekterer således økonomiens iboende usikkerhet. Ifølge finansteori vil høyere systematisk risiko gi en kompensasjon i form av høyere forventet avkastning.

Tillit

Med tillit menes blant annet tro på at en person eller organisasjon har evner og egenskaper som kreves for å håndtere bestemte oppgaver.

Transaksjonskostnader

Kostnader ved å kjøpe og selge verdipapirer. De omfatter direkte handelsavgifter, skatter, forskjellen mellom kjøpskurs og salgskurs og kursvirkningen av store handler.

Universell eier

En investor som eier små andeler i svært mange selskaper over hele verden, og dermed et utsnitt av hele økonomien. Kostnader som ett selskap påfører andre, for eksempel ved forurensning, kan derfor slå ut i avkastningen av resten av porteføljen.

Unoterte investeringer

Unoterte investeringer er investeringer i aktiva som ikke handles på åpne og regulerte markedsplasser. Dette i motsetning til noterte investeringer.

Valutakurv

En sammensetning av flere valutaer med bestemte vekter. Avkastningen av SPU måles i investeringsporteføljens valutakurv, som er satt sammen av valutaene fondet er investert i.

Verdipapirer

Verdipapirer er dokumenter som representerer en økonomisk verdi eller rettigheter til en kontantstrøm, for eksempel aksjer eller obligasjoner.

Vitenskapsbaserte klimamål

Mål for utslippskutt i tråd med det klimaforskningen viser at trengs for å nå målene i Parisavtalen. Selskaper kan få målene sine godkjent av Science Based Targets initiative (SBTi).

Volatilitet

Variasjon i avkastning. Måles i standardavvik.