

Norges Banks representantskap

Dato: 31. oktober 2025

Deres ref.:

Vår ref.: 25/08109

Unntak fra innsyn

Etter offl § 14

Oppfølging av SPUs investeringer i Israel – svarbrev fra hovedstyret

Det vises til brev 4. september 2025 fra Norges Banks representantskap og Norges Banks svar 15. september 2025. I representantskapets møte 25. september ble det besluttet å sende et nytt brev til Norges Banks hovedstyre.

Hovedstyret og Norges Bank Investment Management (NBIM) har i lang tid hatt høy bevissthet om selskaper som opererer i områder med krig og konflikt, og om fondets investeringer i Israel. Representantskapets spørsmål om denne saken og tilsynsgjennomgangen utført av Menon Economics i 2024 har styrket denne bevisstheten ytterligere. Den økte bevisstheten resulterte i handling, også lenge før Norges Bank mottok brev fra Finansdepartementet 5. august 2025. Dette er beskrevet i brev til Finansdepartementet 18. august og i brev til representantskapet 15. september.

I dette brevet svarer Norges Bank på spørsmålene fra representantskapet i brev 30. september 2025. Svaret er strukturert ved å vise til spørsmålsnummereringen i representantskapets brev, og ved å gjengi spørsmålene i kursiv.

Representantskapet skriver at sakens dokumenter bør kunne offentliggjøres. I tråd med mandatet for forvaltningen legger hovedstyret vekt på størst mulig åpenhet om forvaltningen av Statens pensjonsfond utland (SPU) innenfor de rammer som settes av en forsvarlig gjennomføring av forvaltningsoppdraget.

1. Om retningslinjer og handlingsrommet

I brev 30. september vises det til Menons rapport som slo fast at Norges Bank har fulgt de retningslinjer og mandatet som gjelder for forvaltningen av fondet. Det vises videre til at representantskapet i fem av seks ordinære møter i 2024 har stilt spørsmål knyttet til SPUs investeringer i Israel, og at svarene fra Norges Bank var at de forholdt seg til og fulgte retningslinjene fra Finansdepartementet.

- a) *Retningslinjene da og nå er de samme. De siste ukene gir et inntrykk av at banken har et handlingsrom utover det som har vært kjent tidligere. Mener Norges Bank at handlingsrommet er uendret og at de tiltak som har blitt presentert siden 1. august ikke innebærer endring i rutiner knyttet til retningslinjene?*

Rammeverket for forvaltningen av fondet er fastsatt i lov om statens pensjonsfond, forvaltningsmandatet fastsatt av Finansdepartementet og retningslinjene for observasjon og utelukkelse av selskaper fra SPU. Vår tolkning av dette rammeverket er ikke endret.

I henhold til mandatet § 1-3 (2) skal banken foreta investeringsbeslutninger og utøve eierrettigheter uavhengig av departementet. Vi redegjorde for slike beslutninger knyttet til fondets investeringer i israelske selskaper på NBIMs pressekonferanse 12. august og i Norges Banks svarbrev til Finansdepartementet 18. august. Banken ga ved disse to anledningene mer detaljert informasjon om investeringsbeslutninger enn det vi normalt gir, herunder salg av flere mindre israelske selskaper. Investeringsbeslutningene var i tråd med målet for forvaltningen om å skape høyest mulig avkastning til akseptabel risiko.

2. Eksterne forvalterne

- a) *I møtet 25. september 2025 merket representantskapet seg at beslutningen om oppsigelse av de eksterne forvalterne i Israel først ble vurdert i forbindelse med oppmerksomheten saken fikk i august. Dette bes bekreftet.*

Beslutningen om oppsigelse av de eksterne forvalterne i Israel ble tatt 5. august 2025. NBIM har også på tidligere tidspunkt vurdert å si opp de eksterne forvalterne i Israel. Banken benytter eksterne forvaltere i fremvoksende markeder og i andre segmenter som krever lokal tilstedeværelse og spesialkompetanse for å nå målet om høyest mulig avkastning til akseptabel risiko. Vurderingen før 5. august 2025 var at lokal tilstedeværelse fortsatt var riktig. Vi har i ettertid erkjent at beslutningen om oppsigelse av de eksterne forvalterne i Israel burde vært tatt før.

- b) *Det å avslutte forholdet til eksterne forvaltere og ta med forvaltningen hjem slik det ble gjort/begrunnet i dette tilfellet - har banken gjort noe tilsvarende før?*

Tildeling og avslutning av investeringsmandater til eksterne forvaltere er investeringsbeslutninger som krever skjønnsmessige vurderinger. Hovedstyret har delegert slike beslutninger til leder av NBIM innenfor rammene av hovedstyrets styrende dokumenter.

NBIM kan når som helst velge å avslutte avtalene med eksterne forvaltere uavhengig av begrunnelse. Som beskrevet i brev 15. september avslutter NBIM om lag ti eksterne mandater årlig som del av den løpende forvaltningen. Eksterne mandater avsluttes av flere ulike årsaker, herunder endringer i NBIMs investeringsstrategi, organisatoriske endringer hos forvaltningsorganisasjonen og at NBIM vurderer at forvalteren ikke vil oppnå tilfredsstillende resultater over tid. Som beskrevet i brev 15. september var beslutningen om å terminere kontraktene med de tre eksterne forvalterne i Israel begrunnet med kravene til aktsomhet i områder med krig og konflikt, og den forverrede situasjonen i Gaza. NBIMs vurdering var at det var behov for å forenkle forvaltningen av den israelske aksjeporteføljen. Denne konkrete begrunnelsen har ikke vært benyttet tidligere.

- c) *I møtet uttalte også sentralbanksjefen at oppsigelse av de eksterne forvalterne burde vært gjort tidligere. Vi ber om bekreftelse av dette.*

Med en bredt investert global portefølje vil det alltid være en risiko for at vi gjør vurderinger som vi i ettertid ville gjort annerledes. Sett i ettertid er det hovedstyrets vurdering at oppsigelsen av de eksterne forvalterne burde vært gjort tidligere.

- d) *Leder av NBIM bemerket at i et land i krig vil både selskapers og forvalteres lojalitet være sterkere mot landet enn mot aksjonærer og oppdragsgivere. Beslutningen om terminering av forvalternes kontrakter burde derfor vært tatt tidligere.*
- *Vi ber om bekreftelse av dette.*
 - *Er det slik at lojalitetsutfordringer var en av årsakene til oppsigelse av de eksterne forvalterne i Israel?*

Leder av NBIM har gitt uttrykk for at termineringen av forvalternes kontrakter burde vært tatt tidligere, både i forbindelse med spørsmål på pressekonferanse 12. august og i representantskapets møte 25. september.

Som beskrevet over var beslutningen om å terminere kontraktene med de tre eksterne forvalterne i Israel begrunnet med kravene til aktsomhet i områder med krig og konflikt, og den forverrede situasjonen i Gaza. NBIMs vurdering var at det var behov for å forenkle forvaltningen av den israelske aksjeporteføljen.

- e) *Representantskapet tok i møtet opp at oppfølging av ekstern forvaltning i et marked kan ha en iboende risiko for at vurderinger som gjøres av eksterne forvaltere relatert til ansvarlig forvaltning vurderes annerledes enn i Norge. Sentralbanksjefen sa seg enig i denne vurderingen. Vi ber om bekreftelse av dette.*

Fondet er bredt investert i internasjonale markeder. Det er viktig for fondets legitimitet i markedene vi opererer i at bankens arbeid med ansvarlig forvaltning bygger på internasjonalt anerkjente prinsipper og standarder.¹ En fordel med å benytte internasjonale prinsipper og standarder er at anvendelsen skal være den samme uavhengig av om NBIMs forvaltere er lokalisert i Norge, på utekontorene eller i land hvor det benyttes eksterne forvaltere.

NBIMs forventningsdokumenter bygger på slike internasjonale prinsipper og standarder, og gir klart uttrykk for hvordan vi forventer at selskapene forholder seg til globale utfordringer i sin virksomhet. De eksterne forvalterne må ha kunnskap om forventningsdokumentene og jevnlig rapportere om ansvarlig forvaltning.

I særskilte situasjoner, som for eksempel i land med krig og konflikt, kan det imidlertid være at ekstern forvaltning kan ha en iboende risiko for at vurderinger som gjøres av eksterne forvaltere relatert til ansvarlig forvaltning vurderes annerledes enn i Norge.

- f) *Det står i hovedstyrets svar 15. september 2025 at i saken der den ene forvalteren i Israel er deleid av nåværende industri- og økonomiminister, ble de politiske forbindelsene identifisert og vurdert i 2020 i forbindelse med at NBIM inngikk avtalen med den eksterne forvalteren. Det står i svaret at den eksterne forvalteren opplyste at en person som var deleier av det børsnoterte holdingselskapet var medlem av parlamentet. Det ble etter kontraktsinngåelse etablert løpende overvåking av den aktuelle forvalteren i henhold til IDD-rammeverket. Gitt PEP-statusen og tilhørende risikofaktorer, var den eksterne forvalteren gjenstand for månedlige IDD-screeninger.*

Det må forutsettes at NBIM gjennom månedlige screeninger har vært kjent med at parlamentsmedlemmet ble industri – og økonomiminister. Representantskapet oppfattet i møtet 25. september at NBIMs risikovurdering av informasjon om eierskapet i forvalterselskapet i Israel (politisk eksponert person, minister i Israels regjering), har vært mangelfull, inkludert den endelige beslutningen om å ikke terminere kontrakten basert på informasjonen som forelå. Vi ønsker bekreftelse på at representantskapet har forstått dette riktig.

Som opplyst i vårt brev av 15. september har NBIM et rammeverk som sikrer at det gjennomføres en grundig vurdering av integritet (IDD-rammeverk) før det inngås avtaler med eksterne forvaltere. Hovedformålet er å avdekke om det foreligger risiko for korrupsjon, hvitvasking eller andre ulovlige eller uetiske forhold knyttet til bankens motparter. En viktig del av prosessen er å identifisere

¹ Bankens forventninger og prinsipper bygger på standarder som FNs Global Compact, OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper, den internasjonale arbeidsorganisasjonens konvensjoner og FNs prinsipper for næringsliv om menneskerettigheter.

politisk eksponerte personer (PEP). Dersom en PEP identifiseres i foretakets ledelse eller blant foretakets eiere, foretas det en egen risikovurdering.

NBIM fikk før kontraktsinngåelse opplyst at en av eierne i forvaltningsselskapet var medlem av parlamentet, altså en PEP. Eierandelen var på under ti prosent og ble holdt gjennom en indirekte struktur som ikke innebar operasjonell involvering i forvaltningsselskapet. Dette ble vurdert som risikoreduserende, og eierandelen ble ikke ansett å være til hinder for inngåelse av avtalen.

I tillegg til risikovurderingen før kontraktsinngåelse, ble det etablert løpende overvåking i henhold til IDD-rammeverket. Gitt den identifiserte PEP-statusen og tilhørende risikofaktorer var den eksterne forvalteren gjenstand for månedlig IDD-monitorering, med eskalering av vesentlige endringer eller nye risikoer i henhold til rammeverket for operasjonell risikostyring. Den løpende monitoreringen foretas av en ekstern tjenesteleverandør.

Tjenesteleverandøren varslet ikke NBIM om endringen i rollen fra parlamentsmedlem til minister. Dersom NBIM hadde blitt varslet om denne endringen ville risikovurderingen etter IDD-rammeverket vært den samme. NBIM har nå dialog med den eksterne tjenesteleverandøren for å sikre at all relevant informasjon fanges opp.

- g) Hovedstyret opplyste i sitt svar 15. september 2025 at NBIM sier opp om lag 10 mandater med eksterne forvaltere årlig. Kan hovedstyret dokumentere årsaker til avslutning av avtaler med eksterne forvaltere de to siste årene?*

I 2023 avsluttet NBIM syv eksterne mandater. Tre var begrunnet ut ifra en vurdering om at forvalterne ikke ville oppnå tilfredsstillende resultater over tid, tre var begrunnet i organisasjonsendringer hos forvaltningsorganisasjonen og ett ble terminert som følge av strategiendring hos NBIM. I 2024 ble tre mandater avsluttet som følge av at to forvaltere sluttet i forvaltningsorganisasjonen og ett som følge av en vurdering om at forvalteren ikke ville oppnå tilfredsstillende resultater over tid. De siste fem årene har NBIM i gjennomsnitt avsluttet åtte mandater i året. Siden 1998 har NBIM avsluttet om lag ti eksterne mandater årlig.

3. Bankens omdømme

- a) Hvordan og når er omdømmerisikoen vurdert?*

Omdømmekonsekvenser knyttet til fondets investeringer i Israel er noe hovedstyret og NBIM har vært bevisst i lengre tid. Spørsmålet om fondets investeringer i israelske selskaper var for eksempel et sentralt tema under årets høring i Finanskomiteen om Meld. St. 22 (2024-2025). Temaet har også vært gjenstand for jevnlig diskusjon i NBIMs ledergruppe, og det har blitt iverksatt tiltak, som for eksempel særskilt risikoovervåking av fondets investeringer i israelske selskaper. Resultatene i risikogjennomgangene har også blitt delt med eksterne og interne porteføljeforvaltere for å øke bevisstheten om dette. Siden 2024 har NBIM stilt krav om at eksterne forvaltere måtte ha forhåndsgodkjenning for å investere i israelske selskaper som ikke allerede inngikk i porteføljen.

Som beskrevet i brevet 15. september, er omdømmevurderinger en integrert del av bankens risikorammeverk. Hovedstyrets prinsipper for risikostyring i NBIM spesifiserer at omdømmekonsekvenser skal vurderes for alle risikoklasser - strategisk risiko, investeringsrisiko og operasjonell risiko. Mulige omdømmekonsekvenser vurderes i henhold til en skala vedtatt av hovedstyret.² Skalaen går fra svært lav til svært høy utfra hva slags kritikk som kan forventes og fra hvem. Laveste konsekvens er definert som kritikk fra tilfeldige individer, mens høyeste konsekvens omfatter kritikk fra Finansdepartementet, ledende politikere og Stortinget. Skalaen for

² Se sak 148 i hovedstyrets møte 6. september 2023.

vurderinger av omdømmekonsekvenser er knyttet til tap av tillit til bankens forvaltning hos fondets eiere.

Det er viktig at det norske folk har tillit til rammeverket og måten fondet forvaltes på. Mulige omdømmekonsekvenser vurderes derfor kontinuerlig og rapporteres til hovedstyret gjennom kvartalsrapporten for operasjonell risiko og etterlevelse for alle de tre risikokategoriene.

Vi viser til brev 15. september, der vi i spørsmål 2 beskriver vurderingene av omdømmekonsekvenser knyttet til fondets investeringer i israelske selskaper i kvartalsrapporteringen så langt i år. Kvartalsrapporteringen til hovedstyret for tredje kvartal 2025 inneholder en oppdatert vurdering av mulige omdømmekonsekvenser.

- b) Vurderes risikoen for å bli oppfattet som å være et politisk virkemiddel som en omdømmerisiko for banken og NBIM?*

I sitt innlegg til Stortinget 23. oktober 2025 redegjorde Finansministeren for forvaltningen av SPU og sa blant annet: *«Pensjonsfondet er blitt vesentlig større over de siste årene og får stadig mer oppmerksomhet internasjonalt. Fondet kan bli oppfattet som et politisk virkemiddel og uttrykk for norske interesser. For å bli behandlet som en finansiell investor internasjonalt, og få tilgang til de markedene vi ønsker å investere i, må fondet fortsatt bli oppfattet som nettopp det.»*

Vurderinger av risikoen for at fondet kan oppfattes som et politisk virkemiddel har særlig vært knyttet til markedene vi investerer i. Skillet mellom politisk fastsatte rammer og faglig uavhengig gjennomføring skal bidra til fondets legitimitet og troverdighet internasjonalt. Det at fondet oppfattes som en finansiell investor, og ikke en strategisk investor eller et utenrikspolitisk virkemiddel, er viktig for tilgangen til investeringsmuligheter og for en effektiv gjennomføring av forvaltningsoppdraget. Dersom fondet oppfattes som et politisk virkemiddel internasjonalt, kan tilgangen på muligheter som finansiell investor svekkes. Vi viser til NOU 2022:12 Fondet i en brytningstid (Sverdruputvalget), hvor det påpekes at som ytterste konsekvens kan fondets tilpasninger oppfattes som politisk motiverte og medføre uønskede konsekvenser for norsk sikkerhets- og utenrikspolitikk, samt invitere til søksmål og beslag.

I det etablerte risikorammeverket, som beskrevet under 3a, er mulige omdømmekonsekvenser hjemme knyttet til tap av tillit til bankens forvaltning av fondet. Vurderinger av mulige omdømmekonsekvenser i utlandet er knyttet til vår mulighet til å gjennomføre forvaltningsoppdraget på en effektiv måte.

Det er ikke etablert en egen skala for å måle omdømme i utlandet, ettersom det ville omfatte svært mange ulike aktører med potensielt motstridende oppfatninger. Hvorvidt fondet oppfattes som et politisk virkemiddel vil også avhenge av en rekke faktorer utenfor bankens kontroll.

I NBIMs rapportering for første kvartal 2025 ble vurderingen av operasjonell risiko i kategorien organisasjon og ledelse økt fra «moderat» til «vesentlig».³ Vurderingen fulgte av økt bekymring for at ekstern kommunikasjon og eierskapsaktiviteter kunne medføre at fondet ble oppfattet som en politisk eller aktivistisk investor i utlandet, samt føre til tap av tillitt til forvaltningen av fondet i Norge.

- c) Hvordan vektes omdømmerisiko i Norge opp mot omdømmerisiko for fondet i utlandet, og hvordan måles omdømmet i Norge og utlandet?*

³ «Vesentlig» risiko skal i henhold til rammeverket for operasjonell risikostyring rapporteres til hovedstyret.

I henhold til lov om Statens pensjonsfond og mandatet fra Finansdepartementet er målet for forvaltningen høyest mulig avkastning til akseptabel risiko. Norges Bank forvalter fondet på vegne av det norske folk innenfor dette rammeverket. Dette ansvaret krever tillit. Tilliten bygges gjennom gode resultater over tid, en ansvarlig forvaltning og åpenhet.

Som beskrevet i punkt 3a og 3b, vurderes og måles mulige omdømmekonsekvenser som en integrert del av bankens etablerte risikorammeverk. Mulige omdømmekonsekvenser hjemme er knyttet til tilliten til bankens forvaltning av fondet, mens omdømmekonsekvenser i utlandet er knyttet til muligheten for å gjennomføre forvaltningsoppdraget på en effektiv måte. I forvaltningen av fondet har det over tid blitt mer krevende å håndtere ulike krav og forventninger til ansvarlig forvaltning i Norge og internasjonalt.

4. Hovedstyrets godkjenning av markeder

Hovedstyret skal i henhold til mandatet for forvaltningen § 3-11 godkjenne alle markeder det investeres i og jevnlig vurdere allerede godkjente markeder. I brevet til Finansdepartementet 18. august 2025 redegjorde banken for at hovedstyret ved siste gjennomgang opprettholdt godkjenningen av det israelske aksjemarkedet.

- a) I hvilken grad gjør hovedstyret egne vurderinger før en endelig beslutning om godkjenning eller opprettholdelse av godkjenning tas?*

Som beskrevet i brev 15. september er det NBIM som forbereder sakene som gjelder kapitalforvaltningen til hovedstyret. Tilrådingen i saksfremlegget om godkjenning av markeder er at hovedstyret vedtar å slutte seg til en oppdaterte liste over godkjente markeder. Det er hovedstyret som foretar endelig vurdering og fatter vedtak.

Menons rapport konkluderte med at Norges Bank har etablert rutiner for godkjenning av markeder, at rutinene er i tråd med mandatet, at rutinene følges og at godkjenningsmekanismen er reell.

- b) Har hovedstyret vurdert om Israel på bakgrunn av krig og konflikt nå er et land med for høy risiko og dermed vurdert å ikke godkjenne landet?*

I tråd med forvaltningsmandatet godkjenner hovedstyret markeder, ikke land. Formålet med hovedstyrets godkjenning av markeder er å sikre at all relevant risiko er identifisert, vurdert og akseptert, samt at alle operasjonelle forhold kan håndteres og at investeringene er i tråd med fondets overordnede investeringsstrategi.

I brevet 15. september redegjorde vi for rammeverket for godkjenning av markeder, herunder jevnlig vurderinger av allerede godkjente markedene. Når det gjelder det israelske aksjemarkedet har vurderinger av risiko knyttet til krig og konflikt ført til økt aktsomhet og særskilte tiltak fra NBIMs side.

Det israelske aksjemarkedet er en del av fondets referanseindeks fastsatt av Finansdepartementet. Sverdruputvalget drøftet avgrensninger av fondets investeringer mot land og selskaper ut fra etiske, sikkerhetsmessige eller politiske kriterier. I bankens høringsuttalelse til Sverdruputvalgets utredning skrev vi at «eventuelle avgrensninger knyttet til politiske, etiske og sikkerhetsmessige forhold må gjenspeiles i fondets referanseindeks».⁴

⁴ Se brev fra Norges Bank til Finansdepartementet 5. januar 2023.

5. Investeringer i israelske statsobligasjoner

I brev 30. september skriver representantskapet at NBIM solgte alle israelske statsobligasjoner sent høsten 2023, etter krigens start i Gaza.

- a) *Hvilke vurderinger ble gjort den gang og*
- b) *hvordan skiller disse vurderinger seg fra vurderinger om fortsatt å eie aksjer i samme land?*

Som beskrevet i brev 15. september var beslutningen om å selge israelske statsobligasjoner en investeringsbeslutning basert på en helhetlig risikovurdering. NBIM har gått inn og ut av flere fremvoksende obligasjonsmarkeder i perioden etter at slike obligasjoner ble tatt ut av referanseindeksen fastsatt av Finansdepartementet.

Til forskjell fra det israelske aksjemarkedet inngår ikke israelske obligasjoner i den referanseindeksen som Finansdepartementet har fastsatt for forvaltningen av fondet. Norges Bank har i lang tid vært tydelige på at beslutninger om å avgrense fondets investeringer mot land ut fra politiske, etiske eller sikkerhetsmessige forhold må gjenspeiles i referanseindeksen.

6. Integrering av ESG relaterte forhold før investeringer gjøres

I brev 30. september påpeker representantskapet at de i brev 4. september spurte om hvilke retningslinjer som gjelder for vurdering av ESG-relaterte forhold før en investering i et selskap gjøres.

Det kommer rundt 600 selskaper inn i referanseindeksen årlig. Før et selskap kommer inn i referanseindeksen vurderer NBIM selskapet som en del av prosessen for risikobaserte nedslag. Prosessen for risikobaserte nedslag er beskrevet i NBIMs årlige rapport om ansvarlig forvaltning og i brev til representantskapet 15. september. Dersom NBIM beslutter å ikke investere i et selskap som kommer inn i referanseindeksen for aksjer som del av denne prosessen, blir effekten målt som del av resultatrapporteringen om risikobaserte nedslag. Selskaper NBIM beslutter å ikke investere i som del av prosessen for risikobaserte nedslag, tas ut av investeringsuniverset til NBIMs eksterne og interne forvaltere og av de interne indeksene som forvalterne måles mot. Selskapene går ikke ut av referanseindeksen som forvaltningen måles mot.

Hvilke retningslinjer som gjelder for interne og eksterne forvaltere før de investerer i et enkeltsselskap er beskrevet under. De samme retningslinjene gjelder for selskaper i og utenfor referanseindeksen. Selskaper kommer inn i indeksen når de er av en viss størrelse. At de er en del av indeksen betyr derfor ikke nødvendigvis at de har lavere risiko. Retningslinjene gjelder både om en forvalter kjøper seg inn et nytt selskap, og ved ytterligere kjøp i et selskap som allerede inngår i den enkelte forvalters portefølje. Flere individuelle porteføljer vil ha investeringer i de samme selskapene.

- a) *Hovedstyret svarte i sitt brev av 15. september 2025, men vi ber hovedstyret være mer konkret om hvilke prosedyrer som gjelder for investeringspersonell både internt og eksternt for vurdering av ESG-relaterte forhold i tillegg til finansielle vurderinger.*

Ved utgangen av 2024 hadde NBIM 276 individuelle aksje- og obligasjonsmandater, hvorav 114 var hos eksterne aksjeforvaltere. Disse forvalterne får hvert sitt investeringsmandat. Kvaliteten på selskapsstyring og bærekraftsrisiko kan påvirke selskapenes evne til langsiktig verdiskapning. I både investeringsmandatene og hovedstyrets prinsipper for ansvarlig forvaltning stilles det derfor krav om at det skal tas hensyn til styrings- og bærekraftsrelaterte forhold (ESG). Både de interne og eksterne forvalterne har god kjennskap til bankens forventninger til selskaper om bærekrafttema og selskapsstyring.

For interne porteføljeforvaltere følges dette opp i jevnlige møter med deres ledere. I møtene diskuteres investeringsprosessen, de analyser som gjøres og hvordan ESG-relaterte forhold integreres i investeringsbeslutningene. Eksterne forvaltere følges også opp gjennom jevnlige møter. NBIM besøker de eksterne forvalterne flere ganger gjennom året og krever årlig skriftlig dokumentasjon for å kontrollere hvordan forvalterne har integrert ESG-hensyn i sine investeringsprosesser. NBIM søker å kontrollere den skriftlige dokumentasjonen gjennom diskusjon av spesifikke investeringsbeslutninger hvor ESG-risiko hadde betydning for utfallet.

NBIM gjør en rekke selskapsspesifikke ESG-indikatorer, nyheter og informasjon om utvikling i ESG-relatert regelverk tilgjengelig for organisasjonen i analyse- og porteføljesystemer, herunder i den egenutviklede «investeringssimulatoren» som støtter porteføljeforvalterne i deres investeringsbeslutninger. NBIM utvikler disse verktøyene kontinuerlig. For en nærmere beskrivelse av dette arbeidet viser vi til de årlige rapportene om ansvarlig forvaltning for 2023 og 2024. I tillegg til å gjøre relevante data tilgjengelig, er opplæring og kompetanseutvikling en viktig del av integrasjonen av ESG i forvaltningen.

- b) *I møtet i representantskapet 25. september opplyste sentralbanksjefen at det skal gjøres særskilte aktsomhetsvurderinger ved investeringer i land som er i krig og konflikt generelt og Israel spesielt. Kan hovedstyret redegjøre nærmere for hva slags vurderinger dette skal være, samt hvilke kriterier som legges til grunn for aktsomhetsvurderingene?*

Hovedstyrets prinsipper for ansvarlig forvaltningsvirksomhet slår fast at forvaltningen skal ha en løpende aktsomhetsprosess rettet inn mot miljømessige og samfunnsmessige risikoer. Prosessen er etablert med utgangspunkt i OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper og OECDs veileder⁵ for finanssektoren fra 2017. Aktsomhetsvurderingene er en integrert del av forvaltningen, og er beskrevet på NBIMs nettsider.

Internasjonale standarder for aktsomhetsvurderinger tar utgangspunkt i risiko for negativ påvirkning på samfunn eller miljø fra selskapers virksomhet. Basert på slik risiko forventes det at investorer fremmer et ansvarlig næringsliv.

NBIMs arbeid med aktsomhetsvurderinger omfatter mange ulike temaer, sektorer, og selskaper. I NBIMs rapport om ansvarlig forvaltning 2024 omtales dette arbeidet på ulike områder.

Et område som har fått særskilt oppmerksomhet er krig og konflikt. I slike situasjoner kan selskapers risiko for å bli koblet til menneskerettighetsbrudd være særlig høy. Situasjonen på Vestbredden og i Gaza er eksempler på krig- og konfliktsituasjoner som krever økt aktsomhet både for selskaper og investorer. I slike situasjoner vurderer NBIM selskaper som kan ha forbindelse eller medvirke til normbrudd i krigs- og konfliktsituasjoner. Mulige risikoreduserende tiltak vurderes løpende, som for eksempel overvåking, informasjonsdeling med Etikkrådet og porteføljeforvaltere, eierskapsarbeid eller stemmegivning.

De internasjonale standardene legger opp til at aktsomhetsvurderinger er en prosess. De definerer ikke terskler eller spesifikke utfall. Standardene vektlegger at investorer gjennom eierskapsarbeid kan påvirke selskaper til å forebygge og begrense mulige og faktiske skadevirkninger.

I siste instans kan investorer også selge aksjer dersom andre tiltak ikke fører frem. OECDs veileder er samtidig klar på at det ikke er noen automatikk i at en investor skal selge seg ut, og at andre forhold spiller inn, for eksempel mandatsbegrensinger. For forvaltningen av fondet er det etablert en egen mekanisme for observasjon og utelukkelse, med klare kriterier. Etikkrådsmekanismen er en viktig del av det samlede arbeidet med aktsomhetsvurderinger, og det

⁵ NBIM deltok i utarbeidelsen av denne.

sentrale virkemiddelet for å unngå at fondet er investert i selskaper som potensielt medvirker til grove brudd på grunnleggende etiske normer.

c) Er det andre tiltak enn slike aktsomhetsvurderinger som gjøres ved investeringer i Israel?

Aktsomhetsvurderinger av sosiale og miljømessige forhold er en integrert del av bankens arbeid med ansvarlig forvaltning og favner bredt. Vi viser til redegjørelse om arbeidet med investeringer i det israelske markedet i brev til Finansdepartementet 18. august 2025, brev til representantskapet 15. september 2025 og punkt 7 i dette brevet.

d) Hvem kvalitetsikrer de utførte aktsomhetsvurderingene?

Kvalitetssikring skjer i linjen i eierskaps-, investerings- og risikoavdelingen. Særskilte aktsomhetsvurderinger utføres av analytikere i risiko- og eierskapsavdelingene. Anbefalinger og tiltak godkjennes av relevante ledere og direktører i de respektive avdelingene. Datakvalitet og modeller vedlikeholdes av både risikoavdelingen og eierskapsavdelingen.

7. Gjennomganger omtalt i brev til Finansdepartementet 18. august 2025

a) Hvorfor ble ikke behovet for slike tiltak vurdert eller opplyst da representantskapet gjennomførte tilsynsprosjektet i 2024?

Hovedstyret legger vekt på å videreutvikle sitt arbeid, og styrende dokumenter gjennomgås jevnlig og ved behov. Som beskrevet i 2c) er hovedstyrets vurdering, sett i ettertid, at oppsigelsen av de eksterne forvalterne burde vært gjort tidligere.

I brevet til Finansdepartementet 18. august 2025 skrev vi at vi ville gjennomgå rutinene i bankens arbeid med observasjon og utelukkelse. Vi skrev videre at hovedstyret ville gjennomgå styringsdokumentene og vurdere de kravene som stilles til den eksterne aksjeforvaltningen. Gjennomgangene må ses i sammenheng med departementets brev 5. august. I brevet ba departementet banken om å gjøre en fornyet gjennomgang av arbeidet og vurdere tiltak.

I representantskapets møte 25. september opplyste sentralbanksjefen at hovedstyret var i gang med disse gjennomgangene. Hovedstyret fortsatte dette arbeidet i møte 30. oktober. Hovedstyret vurderte at de styrende dokumentene i hovedsak gir en god og dekkende ramme for de operative forvaltningsoppgavene. Samtidig la hovedstyret opp til å tydeliggjøre og styrke rammene for risikoovervåking, ekstern forvaltning og ansvarlig forvaltning på enkelte områder. Formålet med endringene er blant annet å styrke hovedstyrets oppfølging i situasjoner med forhøyet risiko, som for eksempel i land med krig og konflikt.

I møte 25. september og 30. oktober drøftet hovedstyret også rutinene for bankens arbeid med tilrådninger om observasjon og utelukkelse. Bankens rutiner for behandling av tilrådninger fra Etikkrådet legger til rette for tilstrekkelig fleksibilitet, og det legges ikke opp til endringer i disse.

Som beskrevet i brev til Finansdepartementet 18. august vil vi vektlegge jevnlig koordinering og informasjonsutveksling mellom Etikkrådet og Norges Bank i tråd med etablerte retningslinjer. De siste årene har NBIM økt informasjonsutvekslingen med Etikkrådet. NBIM har den siste tiden i økende grad tatt i bruk ny teknologi. Norges Bank vil utnytte denne teknologiske infrastrukturen og innrette verktøyene slik at Etikkrådet også kan ha nytte av dette i sitt arbeid, spesielt i akutte og skjerpede situasjoner.

b) Vil hovedstyret vurdere ytterligere tiltak utover det som er nevnt i brev til Finansdepartementet?

Vi vurderer per nå ingen ytterligere konkrete tiltak utover det arbeidet hovedstyret startet i møte 24. september som beskrevet i brev 15. september. Endringene som hovedstyret la opp til i møte 30. oktober, og som er et resultat av dette arbeidet, er omtalt over.

Som beskrevet i brev 18. august legger vi vekt på å kontinuerlig videreutvikle vårt arbeid. Vi vil fortsette å styrke vårt arbeid med ansvarlig forvaltning, inkludert bruk og oppfølging av eksterne forvaltere, risikostyring, eierskapsutøvelse og samarbeidet med Etikkrådet.

- c) *Vil Norges Bank ta initiativ overfor Finansdepartementet for å klargjøre retningslinjene for observasjon og utelukkelse?*

I henhold til mandatet for forvaltningen skal hovedstyret gi departementet råd om investeringsstrategien og om behov for endringer i mandatet.

Vi viser til Finansministerens innlegg i Stortinget 23. oktober hvor det ble pekt på endringer, utfordringer og dilemmaer som reiser grunnleggende spørsmål om utformingen av det etiske rammeverket. Finansministeren sa videre at: «tiden er inne for at vi bør gjennomgå det etiske rammeverket og praktiseringen av dette for å sikre god balanse mellom viktige hensyn».

- d) *Mange av vurderingene er basert på skjønn. Det gir lite transparens, etterprøvbarehet og forutsigbarhet. Ser Norges Bank muligheter for i større grad å utvikle verktøy som har karakter av mekanisk respons, som kan utløses når denne type situasjoner oppstår?*

Norges Banks forvaltning av SPU styres av et omfattende regelverk. Regelverket inkluderer lov om Statens pensjonsfond, forvaltningsmandatet fastsatt av Finansdepartementet, retningslinjene for observasjon og utelukkelse, hovedstyrets styrende dokumenter og NBIMs interne prosedyrer, retningslinjer og investeringsmandater. Et stort fond er tjent med klare regler og prosedyrer der dette er hensiktsmessig. Samtidig, og i lys av en mer omskiftelig verden, er det nødvendig med en viss fleksibilitet og skønnsutøvelse i forvaltningen. Det gjelder også i den type situasjoner som det vises til i spørsmålet.

NBIM benytter en rekke verktøy som beslutningsstøtte i forvaltningen. Som beskrevet under 6 a) inkluderer dette systemer som integrerer ESG-relatert informasjon. NBIMs systemer for risikoovervåking inkluderer en rekke risikoindikatorer, herunder indikatorer for «krig og konflikt» og «fare for politisk terror». Dersom indikatorene viser forhøyet risiko, utløser det mekanisk ytterligere analyser for å avdekke og håndtere eventuell risiko. Hvilke analyser, vurderinger eller risikoreduserende tiltak som bør gjøres vil avhenge av hvilke indikatorer som viser høy risiko og den aktuelle situasjonen.

8. I forbindelse med representantskapets spørsmål om utelukkelsen av Caterpillar opplyste sentralbanksjefen at det i dette tilfellet var ingen grunn til å ikke følge etikkrådets tilrådning. Har hovedstyret på generelt grunnlag diskutert hvor grensen går for vurdering av leverandører av produkter som lenger ut i verdikjeden benyttes i krig og konflikt?

Når det gjelder denne spesifikke saken var hovedstyrets vurdering at tilrådommen om utelukkelse var godt begrunnet etter kriteriene.

Hovedstyret behandler selskapsspesifikke saker etter tilrådning fra Etikkrådet. Hvilken tilknytning som gir uakseptabel risiko for medvirkning til normbrudd etter retningslinjer for observasjon og utelukkelse av selskaper fra SPU, er et krevende spørsmål. Spørsmål knyttet til selskapers medvirkning har vært vurdert av offentlige utvalg. Hvor grensen går for leverandører av produkter som lenger ut i verdikjeden benyttes i krig og konflikt er spørsmål som Etikkrådet må vurdere i arbeidet med tilråddningene. Etikkrådet har beskrevet sitt arbeid i brev til Finansdepartementet i august 2024 (og august 2025), og under høringen om Statens pensjonsfond i finanskomiteen i mai

2025. Forarbeidene, Etikkrådets generelle redegjørelser og tilrådninger i enkeltsaker viser at når normbruddene blir mer alvorlige, så vil forhøyede aktsomhetskrav til selskapene påvirke Etikkrådets skjønnsmessige vurderinger.⁶

Etikkrådets redegjørelser og tilrådninger viser hvordan medvirkning etter retningslinjene hviler på vurderinger av enkeltselskapers atferd med utgangspunkt i selskapsspesifikke forhold, forretningsmessige forbindelser, virksomhetens omfang, grad av forutsigbarhet og den enkelte konfliktsituasjon.

Hovedstyret behandler alltid tilrådningene fra Etikkrådet på en grundig måte, og gjør egne vurderinger i hver enkelt sak. I det forberedende arbeidet innhentes det vurderinger fra NBIM, blant annet om eierskapsutøvelse kan være et mer hensiktsmessig virkemiddel. Det gjøres også en gjennomgang av tilgjengelige offentlige kilder med relevans for saken. Videre vurderes det om kriterieanvendelsen (herunder grenser for medvirkning) er konsistent med tidligere saker, eller om Etikkrådet har vurdert en ny problemstilling eller lagt til grunn en skjerpet tolkning og hva den tolkningen bygger på. Slike forhold er gjerne tatt opp i Etikkrådets tilrådning, slik tilfellet også er i Caterpillarsaken.

9. Etter hovedstyrets vurdering, hvordan ivaretas Etikkrådets uavhengighet i vurderingene hvis koordinering og samarbeid blir for tett?

Ansvarsfordelingen mellom Etikkrådet og Norges Bank følger av retningslinjene for observasjon og utelukkelse. Retningslinjene har egne bestemmelser om koordinering og informasjonsdeling. Målet er et effektivt samspill mellom virkemidlene i arbeidet med ansvarlig forvaltning. Som hovedstyret tidligere har gitt uttrykk for, kan informasjonsutveksling og koordinering i tråd med retningslinjene kombineres med uavhengighet.

Med hilsen

Ida Wolden Bache

Ivar Eriksen

Elektronisk signert / Signed electronically:

31.10.2025, Ida Wolden Bache

31.10.2025, Ivar Eriksen

⁶ Se blant annet brev fra Etikkrådet til Finansdepartementet 18. august 2025. Etikkrådet skriver blant annet: «Etikkrådet informerte i årsmeldingene for 2023 og 2024 om sine vurderinger av ulike tilknytninger selskaper kan ha til folkerettsbrudd begått av Israel. Utgangspunktet for disse vurderingene er de politiske føringene som blant annet slår fast at terskelen for utelukkelse fra fondet skal være høy, og at ikke enhver forbindelse mellom et selskap og en stats normbrudd nødvendigvis skal føre til utelukkelse. Disse føringene ligger fast.

Forhøyede aktsomhetskrav på grunn av utviklingen i denne ekstraordinære situasjonen påvirker likevel skjønnsmessige vurderinger. Etikkrådet vurderer fortløpende om rådets praktisering av retningslinjene står seg i lys av den svært alvorlige utviklingen på Gaza og Vestbredden.»

