



Undersøkelse | Norges Bank

Håndtering av klimarisiko i Statens pensjonsfond utland (SPU)

Februar 2026

Undersøkelse av håndtering av
klimarisiko i Statens
pensjonsfond utland.

Februar 2026

Rapporten er utarbeidet for
representantskapet i Norges
Bank ved representantskapets
sekretariat av Deloitte AS.

Sammendrag

Denne undersøkelsen vurderer hvordan Norges Bank håndterer klimarisiko i forvaltningen av Statens pensjonsfond utland (SPU). Undersøkelsen er gjennomført på oppdrag fra representantskapet i Norges Bank, og vurderer om bankens arbeid er i samsvar med kravene i Mandat for forvaltningen av SPU («mandatet») og god praksis i bransjen.

Om klimarisiko og SPU

Klimarisiko refererer til de økonomiske og finansielle risikoene som følger av klimaendringer og overgangen til en lavutslippsøkonomi. Denne risikoen deles gjerne inn i *fysisk risiko*, som omfatter direkte skader og forstyrrelser forårsaket av klimaendringer som ekstremvær, flom, tørke og havnivåstigning, og *overgangsrisiko*, som oppstår ved endringer i teknologi, markedsforhold og politikk i overgangen til en bærekraftig økonomi.

For SPU er dette en finansiell risiko som kan påvirke verdien av fondets investeringer.

Klimarisiko skiller seg fra andre bærekraftsrisikoer ved at den er systemisk – den kan påvirke hele økonomien samtidig. Dette gjør at et bredt investert fond som SPU ikke kan unngå risikoen ved å selge enkelte investeringer. Fondet er derfor tjent med en ordnet overgang til et lavutslippssamfunn.

Mandatets rammer for klimarisikohåndtering

Mandatet for forvaltningen av SPU setter rammer for hvordan klimarisiko skal håndteres. Det overordnede målet er å oppnå høyest mulig avkastning (§ 1-2). I praksis innebærer dette at klimarisikohåndteringen skal innrettes for å redusere finansiell risiko knyttet til klimaendringer og omstilling til lavutslippssamfunn – ikke som et klimapolitisk virkemiddel.

Mandatet krever at Norges Bank skal fastsette prinsipper for styring og måling av klimarisiko, at målingene skal søke å fange opp relevant klimarisiko, og at risikoen skal anslås ved hjelp av forskjellige metoder. Det skal gjennomføres stresstester basert på scenarioer for fremtidig utvikling, inkludert et scenario i samsvar med global oppvarming på 1,5 grader (§ 3-4). Til forskjell fra andre risikoområder er det imidlertid ikke fastsatt egne risikorammer for klimarisiko i mandatet.

Mandatet fastsetter rammer for krav om indekxnær forvaltning. I praksis legger dette til grunn at klimarisiko i stor grad er priset inn i markedet, noe som begrenser handlingsrommet for større porteføljeendringer basert på klimavurderinger. Videre krever mandatet at ansvarlig forvaltningsvirksomhet skal være en integrert del av forvaltningen, og at arbeidet skal baseres på et langsiktig mål om at selskapene i porteføljen innretter virksomheten forenlig med globale netto nullutslipp i tråd med Parisavtalen (§ 4-1). Dette innebærer ikke et utslippsmål for SPU i seg selv eller krav om automatisk salg av selskaper som ikke innfrir gitte utslippsbaner.

I tillegg til klimarisiko som finansiell risiko, har fondet etiske retningslinjer med to klimarelaterte kriterier: et atferdsbasert klimakriterium og et produktbasert kullkriterium. Mandatet fastsetter at fondet ikke skal være investert i selskaper som er utelukket etter disse retningslinjene (§ 1-3 fjerde ledd). Etter endringer i retningslinjene i november 2025 er disse kriteriene nå knyttet til eierskapsutøvelse.

Hovedfunn

Norges Bank har etablert et systematisk rammeverk og metodikk for håndtering av klimarisiko i SPU

Undersøkelsen viser at klimarisiko er integrert i fondets risikostyring, med regelmessige stresstester og scenarioanalyser som inkluderer globale temperaturmål i tråd med Parisavtalen. NBIM arbeider systematisk med å utvikle sitt arbeid og benytter verktøy og tilnærminger i å analysere klimarisiko som kan beskrives som beste praksis.

NBIMs arbeid med klimarisiko vektlegger aktivt eierskap og dialog med selskaper med høy klimarisiko som hovedvirkemiddel. Begrunnelsen for dette er at SPU som bredt investert fond vil påvirkes av klimarisiko uavhengig av hvilke selskaper fondet eier, og at selskapenes utslipp ikke nødvendigvis reduseres ved at NBIM selger seg ut eller ned i selskaper med høye utslipp.

Finansiell klimarisiko skiller seg betydelig fra konvensjonell risikostyring fordi den mangler etablert historikk og modeller. Den baseres på fremtidige scenarioer for hendelser vi ikke har observert før, noe som gjør det utfordrende å etablere klare rammer og metoder. NBIM deltar aktivt i utviklingen av internasjonale standarder. Arbeidet og metodene reflekterer etter Deloittes vurdering en systematisk tilnærming til en kompleks utfordring.

Det vurderes derfor at Norges Bank oppfyller mandatets krav knyttet til klimarisiko, og at arbeidet i stor grad er i samsvar med anbefalt praksis for bransjen. En detaljert vurdering opp mot kravene i mandatet kan leses i kapittel 5.2.

Samtidig viser undersøkelsen rom for forbedring på ulike områder. Dette fremgår av de øvrige hovedfunnene under.

Uten klare føringer for når risikoen er for høy er det utfordrende å integrere klimarisiko i forvaltningen av SPU

Det er ikke etablert konkrete føringer, terskelverdier eller indikatorer som definerer hva som er akseptabel klimarisiko for SPU. Det er heller ikke en omforent kvalitativ forståelse i organisasjonen av hvilket risikonivå fondet skal styre mot, verken på portefølje- eller selskapsnivå. Det er derfor uklart hvordan klimarisiko i praksis påvirker beslutninger knyttet til investeringer og risikoreducerende tiltak.

I intervjuer vises det til at det er stor usikkerhet knyttet til å kvantifisere klimarisiko, noe som gjør det utfordrende å fastsette slike terskler. Samtidig innebærer fraværet av terskelverdier at det kan være uklart hvordan resultatene fra bankens målinger og analyser skal tolkes og omsettes til konkrete beslutninger.

For porteføljeforvaltere kan dette skape usikkerhet om hvor mye vekt klimarisiko skal ha i investeringsbeslutninger, særlig når klimarisiko må veies mot andre hensyn som avkastningsmål og andre typer risiko. Incentivstrukturen for de enkelte forvalterne og

funksjonene, som hovedsakelig er knyttet til kort- og mellomlangsiktig avkastning, kan gjøre det vanskelig vurdere hvordan langsiktige klimarisikoer skal vurderes og hensyntas, særlig dersom disse ikke er tilstrekkelig priset inn i markedene. For risikostyringsfunksjonen kan det være utfordrende å vurdere når klimarisikoen i porteføljen er så høy at det bør iverksettes tiltak. Mangel på felles standarder eller føringer kan føre til ulik praksis, og kan medføre risiko for at eventuelle kortsiktige finansielle gevinster vektes tyngre enn langsiktige finansielle risikoer i enkeltbeslutninger. Tidshorisonten for når klimarisiko gjør seg gjeldende medfører også risiko for at det kan oppstå målkonflikter knyttet til selskaper med høye klimagassutslipp og høy avkastning på kort sikt. Dette er i begrenset grad adressert i styringen.

Undersøkelsen viser at det i praksis gjennomføres svært få risikobaserte nedslag knyttet til klimarisiko, og at forvaltningen i stor grad legger til grunn at klimarisiko er priset inn i markedet. For øvrig baseres risikohåndteringen i stor grad på eierskapsdialog med utgangspunkt i en egen klimafokusliste for selskapene i porteføljen med høyest klimagassutslipp.

Samtidig viser undersøkelsen at en betydelig andel av selskapene i porteføljen verken inngår i klimafokuslisten, er gjenstand for vurdering av risikobaserte nedslag eller omfattes av etiske utelukkelses knyttet til klima. Det er derfor en risiko for at klimarisiko i deler av porteføljen ikke blir identifisert eller håndtert gjennom de etablerte styrings- og oppfølgingsmekanismene.

Det vurderes som positivt at den nye klimahandlingsplanen fra 2025 trekker frem at banken skal prioritere å styrke koblingene mellom investeringsmålene og arbeidet med klimaendringer på tvers av risikostyrings, investerings- og eierskapsfunksjonene i NBIM.

Fysisk klimarisiko er bare delvis analysert

Norges Bank har i likhet med de fleste aktører i bransjen primært arbeidet med overgangsrisiko, og særlig karbonrisiko knyttet til selskapers klimagassutslipp. Dette er begrunnet med at det finnes tilgjengelige og standardiserte data på karbonutslipp, og at overgangsrisiko forventes å kunne påvirke finansiell avkastning vesentlig på kortere sikt.

Fysisk klimarisiko analyseres systematisk kun for eiendomsporteføljen, hvor det er etablert egne rammeverk med definerte terskelverdier. For øvrige deler av porteføljen er fysisk klimarisiko i mindre grad systematisk analysert. Dette kan medføre at banken ikke fanger opp selskaper og deler av porteføljen som er særlig utsatt for de fysiske konsekvensene av klimaendringer, for eksempel tørke, flom eller ekstremvær.

I intervjuer beskrives fysisk klimarisiko som et umodent område, både i NBIM og i bransjen for øvrig. Banken jobber med å utvikle metoder og verktøy som bedre fanger fysisk klimarisiko.

Det vurderes som positivt at den nye klimahandlingsplanen for 2025-2030 vektlegger økt fokus på fysisk klimarisiko, naturreisiko og klimatilpasning som viktige prioriteringer fremover.

Utfordringer med å måle effekt av tiltak

Undersøkelsen viser utfordringer knyttet til å kvantifisere og dokumentere konkrete resultater av tiltak knyttet til klimarisiko. NBIM måler og rapporterer i stor grad aktiviteter og eksponeringer knyttet til klimarisiko, herunder utslippsdata og dialog med selskaper.

Det rapporteres imidlertid i begrenset grad på den faktiske effekten av disse aktivitetene på reduksjon av klimarisiko og utslipp, og det er ikke etablert et målhierarki som kobler disse aktivitetene til målbare effekter på reduksjon av klimarisiko.

NBIM er oppmerksom på denne utfordringen. I oktober 2025 gjennomførte banken en særskilt analyse av effekten av eierskapsutøvelse, som ga indikasjoner på at dialogen med selskaper har effekt. Blant annet viste analysen at 17 prosent av selskapene NBIM hadde aktiv dialog med, satte seg netto-nullmål, sammenlignet med 2-7 prosent i kontrollgrupper. Det vurderes som positivt at NBIM arbeider videre med å utvikle bedre metoder for effektmåling.

Klimahandlingsplanen adresserer flere av utfordringene

Det vurderes at klimahandlingsplanen til NBIM som ble lagt frem i oktober 2025 adresserer flere av forbedringsområdene som er beskrevet i denne undersøkelsen. Dette gjelder blant annet utvikling av metoder for målinger og scenarioanalyser, strømlinjeforming av innsatsen mellom risikostyringsfunksjonen og eierskapsfunksjonen, økt vekt på fysisk klimarisiko og naturrisiko, integrering av klimarisiko i investeringsbeslutninger og arbeid for å bedre måle effektene av eierskapsarbeidet. Det vurderes at systematisk arbeid på disse områdene vil bidra til å ytterligere styrke Norges Banks arbeid med klimarisiko.

Anbefalinger

På bakgrunn av undersøkelsen anbefales representantskapet å:

- Be hovedstyret til å følge opp hvordan NBIM arbeider systematisk med de prioriteringene og satsingsområdene som er beskrevet i klimahandlingsplanen fram til 2030 og virkningene av dette arbeidet. Det anbefales å særlig legge vekt på:
 - hvordan NBIM arbeider med forbedring av metoder for måling og scenarioanalyser
 - arbeid med fysisk klimarisiko
 - integrering av klimarisiko i investeringsbeslutninger, samt
 - arbeid for å bedre måle effektene av eierskapsarbeidet
- Be hovedstyret vurdere om det kan være hensiktsmessig for Norges Bank å definere tydeligere føringer for hva som er akseptabel klimarisiko for SPU.

Innhold

SAMMENDRAG	1
1 INNLEDNING	7
1.1 OM OPPDRAGET	7
1.2 METODE	7
1.3 VURDERINGSKRITERIER	8
1.4 RAPPORTENS OPPBYGNING	8
1.5 AVGRENSNING.....	9
2 BAKGRUNN	10
2.1 KLIMARISIKO I FORVALTNINGEN AV SPU	10
2.2 ENDRINGER I MANDATET I 2022	11
3 MANDAT OG FORANKRING AV MÅL OG FØRINGER FOR KLIMARISIKO.....	13
3.1 INNLEDNING	13
3.2 SENTRALE FØRINGER FOR KLIMARISIKO I MANDATET	15
3.3 HOVEDSTYRETS FØRINGER KNYTTET TIL KLIMARISIKO	19
3.4 FORANKRING AV KLIMARELATERTE FØRINGER I STRATEGISKE MÅL I NBIM	20
3.5 FORHOLDET MELLOM FINANSIELL RISIKO OG ANSVARLIG FORVALTNINGSVIRKSOMHET	22
3.6 SAMLET OVERSIKT OVER NORGES BANKS TILNÆRMING TIL KLIMARISIKO	23
4 STYRING OG OPERASJONALISERING AV KLIMARISIKO I NBIM	25
4.1 STYRINGSRAMMEVERK FOR KLIMARISIKO	25
4.2 MÅLING OG OVERVÅKNING AV KLIMARISIKO	26
4.3 RAPPORTERING	38
5 HOVEDFUNN OG ANBEFALINGER	42
5.1 HOVEDFUNN	42
5.2 VURDERING AV ETTERLEVELSE AV BESTEMMELSER I MANDATET	45
5.3 ANBEFALINGER	47
VEDLEGG 1: VURDERINGSKRITERIER OG BRANSJEPRAKSIS	48
VURDERINGSKRITERIER FRA MANDATET	48
ANBEFALT PRAKSIS FOR HÅNTERING AV KLIMARISIKO	48
GJELDENDE PRAKSIS FOR HÅNTERING AV KLIMARISIKO I FINANSSEKTOREN.....	51
VEDLEGG 2: KLIMARISIKO OG FINANSSEKTOREN	55
KLIMARISIKO ER EN FINANSIELL RISIKO	55
KLIMARISIKO KAN UTLØSE KJEDEREAKSJONER	55
KLIMARISIKO ER PREGET AV STOR USIKKERHET	56
ULIKE TILNÆRMINGER EN FINANSIELL INVESTOR KAN TA TIL KLIMARISIKO	56
VEDLEGG 3: ORDLISTE.....	59

Figurer:

Figur 1: Fysisk klimarisiko og overgangsrisko	10
Figur 2: Styrende dokumenter for klimarisiko i SPU	13
Figur 3: Forenklet fremstilling av en resultatkjede for NBIMs tilnærming til klimarisiko.	23
Figur 4: Virkemidler for å håndtere klimarisiko i SPU.....	25
Figur 5: Illustrasjon av eksemplifiserte utslippsbaner under forskjellige scenarioer	52
Figur 6: Fysisk klimarisiko og overgangsrisko	55
Figur 7: Ulike måter en investor kan tilnærme seg bærekraft.....	57

Tabeller:

Tabell 1: Roller og ansvar i håndteringen av klimarisiko i SPU.....	14
Tabell 2: Prinsipper for stemmegivning knyttet til klima (Deloitte sammenstilling)	32
Tabell 3: Beslutninger om observasjon og utelukkelse i henhold til kullkriteriet og klimakriteriet i perioden 2016-2025.	36
Tabell 4: Roller og ansvar knyttet til beslutninger om observasjon og utelukkelse jf. tidligere etiske retningslinjer	37
Tabell 5: Oversikt over indikatorer i Norges Banks offentlige rapportering på klima og klimarisiko (Deloitte sammenstilling)	39

1 Innledning

1.1 Om oppdraget

Deloitte har gjennomført en undersøkelse av håndteringen av klimarisiko i Statens pensjonsfond utland (SPU). Målet for undersøkelsen har vært å gi en beskrivelse og vurdering av Norges Banks arbeid med klimarisiko opp mot krav i mandatet for SPU og beste praksis.

Undersøkelsen er gjennomført på oppdrag fra representantskapet i Norges Bank ved representantskapets sekretariat, som del av tilsynsplanen for 2025. Undersøkelsen ivaretar også innspill fra Finansdepartementet til tilsynsplanen, herunder å vurdere Norges Banks etterlevelse av sentrale bestemmelser i mandatet knyttet til klimarisiko.

1.2 Metode

Oppdraget er gjennomført i tidsrommet fra september til november 2025. Datainnsamlingen ble avsluttet 31. oktober 2025. Undersøkelsen er gjennomført med en kvalitativ tilnærming som kombinerer flere metoder for å sikre et bredt, relevant og pålitelig datagrunnlag.

1.2.1 Dokumentanalyse

Styrende dokumenter som mandat, retningslinjer, rutiner, strategier og planer knyttet til håndtering av klimarisiko i SPU har vært sentrale kilder for å kartlegge gjeldende krav, mål og rammeverk på klimaområdet.

Videre er det gjennomgått rapportering, prosessdokumentasjon og eksterne publikasjoner, herunder forventingsdokumenter mv., for å belyse hvordan føringer og planer praktiseres i organisasjonen, hvordan mål og føringer reflekteres i arbeids- og beslutningsprosesser, og hvilke vurderinger som ligger til grunn for beslutninger.

Dokumentasjon knyttet til internasjonale rammeverk og prinsipper, samt praksis hos utvalgte store investeringsaktører, er benyttet som referanser for å vurdere hva som kan anses som god praksis i bransjen når det gjelder håndtering av klimarisiko.

1.2.2 Intervju

Intervjuer med relevante personer i Norges Bank og tilknyttede organer har vært en sentral metode for å supplere dokumentanalysen og få innsikt i erfaringer, vurderinger og praksis som ikke fremkommer i skriftlig materiale. Intervjuene har særlig bidratt til å belyse arbeidsmetoder, eventuelle målkonflikter og utfordringer knyttet til styring og oppfølging av klimarisiko, samt etterlevelse av mandat og retningslinjer. Det er gjennomført intervjuer med representanter på ulike nivåer og funksjoner. Det er gjennomført 11 intervjuer i undersøkelsen, med totalt 15 personer.

1.4 Vurderingskriterier

Krav i mandatet for SPU er lagt til grunn som vurderingskriterier i gjennomgangen, og er gjengitt i Vedlegg 1.

Undersøkelsen har også hatt som formål å vurdere Norges Banks praksis opp mot bransjepraksis i finanssektoren. SPU er en stor global investor som forvalter kapital på vegne av den norske staten ved Finansdepartementet, i henhold til et politisk forankret mandat. Det er derfor mange særtrekk ved forvaltningen av SPU som gjør det utfordrende å definere sammenlignbare aktører eller hva som er anbefalt praksis for et fond som SPU.

I arbeidet med å definere anbefalt praksis er det lagt til grunn anerkjente rammeverk for risikostyring generelt og for styring av klimarisiko spesielt. Det er videre innhentet og sammenstilt informasjon om hvordan andre finansielle investorer innretter og styrer sin investeringsvirksomhet med hensyn til klimarisiko. På bakgrunn av dette presenteres kriterier for anbefalt praksis, samt eksempler på praksis i andre virksomheter, herunder banker, pensjonsfond og andre institusjonelle investorer. Eksemplene fra andre virksomheter er primært benyttet for å gi et inntrykk av bransjepraksis og utviklingen av denne, og det er i liten grad gjort konkrete vurderinger av Norges Banks praksis opp mot andre aktører.

Internasjonale rammeverk¹ er benyttet til å utlede god praksis knyttet til integrering, identifisering, vurdering og rapportering av klimarisiko. Videre er faglige kilder² lagt til grunn for å utlede god praksis for å sikre metodisk kvalitet, materialitet og transparens i klimarisikostyringen. For å hensynta SPUs størrelse og egenart, er fondets mandat og etiske retningslinjer, som fastsetter den langsiktige investeringshorisonten og bærekraftshensyn, integrert i vurderingskriteriene.

En nærmere beskrivelse av gjeldende bransjepraksis og kriterier for god praksis fremgår av Vedlegg 1.

1.5 Rapportens oppbygning

Rapporten er inndelt på følgende måte:

- **Kapittel 2** gir leseren en kort overordnet innføring i hva klimarisiko er og gjengir noen milepæler i tilnærmingen til klimarisiko i SPU. For en nærmere innføring i hva klimarisiko er og hvordan det kan arte seg for finansielle investorer vises det til Vedlegg 2. For lesere uten tidligere kunnskap om klimarisiko anbefales det å se hen til vedlegget.
- **Kapittel 3 og 4** inneholder våre data og observasjoner knyttet til undersøkelsens oppdrag.
 - *Kapittel 3* presenterer de overordnede føringene og målene som gjelder for håndteringen av klimarisiko i SPU, og hvordan føringer gitt i mandat er operasjonalisert gjennom føringer fra hovedstyret og videre inn i styrende dokumenter, strategier og planer i NBIM.

¹ Herunder COSO Enterprise Risk Management (ERM), Global Association of Risk Professional (GARP), Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD) og Network for Greening the Financial System (NGFS).

² Herunder IPCC-rapportene og standarder fra Sustainability Accounting Standards Board (SASB) og Principles for Responsible Investment (PRI).

- *Kapittel 4* beskriver det operasjonelle arbeidet med håndtering av klimarisiko i NBIM.
- **Kapittel 5** inneholder en oppsummering av hovedfunn og vår samlede vurdering av Norges Banks arbeid med håndtering av klimarisiko i SPU, samt våre anbefalinger til representantskapet for oppfølging av undersøkelsen. Det er i tillegg gjort en vurdering av funn opp mot vurderingskriteriene. Disse vurderingene er relativt kortfattede og svarer ut Finansdepartementets innspill til tilsynsplanen.

1.6 Avgrensning

Finansdepartementets innspill til representantskapets tilsynsplan inneholder en generell henvisning til mandatets bestemmelser om prinsipper for ansvarlig forvaltningsvirksomhet (§ 4-2). Undersøkelsen vurderer praksis opp mot mandatsbestemmelser knyttet til klimarisiko spesifikt. Prinsipper og bestemmelser knyttet til ansvarlig forvaltningsvirksomhet som ikke er direkte knyttet opp til klimarisiko, er ikke omfattet av undersøkelsen.

Datainnsamling for denne undersøkelsen ble gjennomført før de midlertidige etiske retningslinjene trådte i kraft. Anvendelsen av de midlertidige etiske retningslinjene, der kriteriene skal anvendes for å identifisere selskap med sikte på mulig eierskapsutøvelse, er dermed ikke undersøkt.

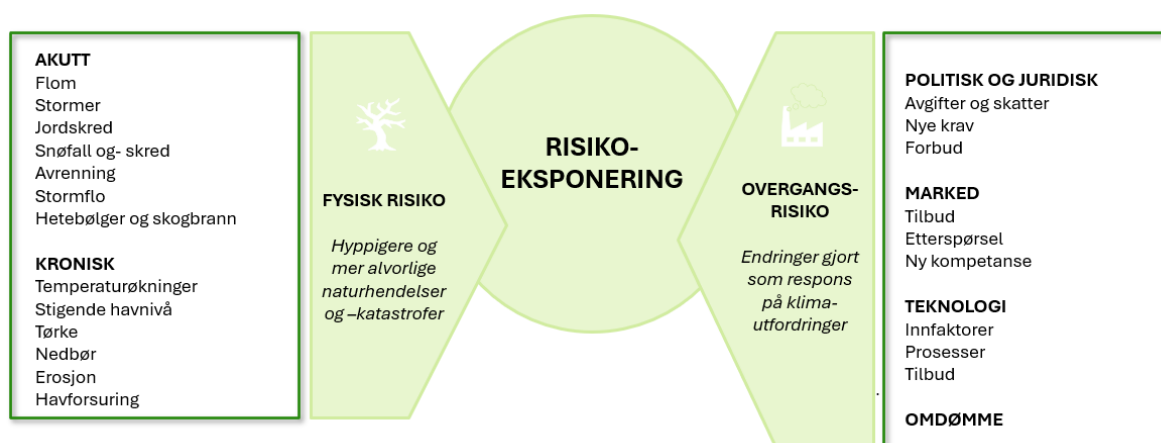
2 Bakgrunn

I dette kapittelet gis en innføring i hva klimarisiko er, og en kort gjengivelse av viktige milepæler knyttet til håndteringen av klimarisiko i SPU. For en nærmere innføring i hva klimarisiko er og hvordan det kan arte seg for finansielle investorer vises det til Vedlegg 2.

2.1 Klimarisiko i forvaltningen av SPU

Klimarisiko refererer til de økonomiske og finansielle risikoene som følger av klimaendringer og overgangen til en lavutslippsøkonomi. Denne risikoen deles gjerne inn i *fysisk risiko*, som omfatter direkte skader og forstyrrelser forårsaket av klimaendringer som ekstremvær, flom, tørke og havnivåstigning, samt *overgangsrisiko*, som oppstår ved endringer i teknologi, markedsforhold og politikk i overgangen til en bærekraftig økonomi.

De ulike to formene for klimarisiko er illustrert i Figur 1.



Figur 1: Fysisk klimarisiko og overgangsrisiko

Betydningen av å håndtere klimarisiko har blitt forsterket i mandatet og styringen av SPU de senere årene. Mandatet ble oppdatert i 2022, og det ble etablert en klimahandlingsplan samme år, med en ny versjon i 2025. Planen har som mål å gjøre fondet internasjonalt ledende i håndteringen av finansielle risikoene og mulighetene som klimaendringene fører til.

Norges Bank publiserte sitt første forventningsdokument knyttet til klima i 2009 som del av arbeidet med ansvarlig forvaltning, og har stemt på klimarelaterte aksjonærforslag i flere år. Fondet har også målt klimagassutslipp siden 2014. Klimarisiko har imidlertid fått økende oppmerksomhet etter at en ekspertgruppe oppnevnt av Finansdepartementet i 2021 leverte rapporten *Klimarisiko og Oljefondet*. Nedenfor presenteres kort denne rapporten, som vurderte hvordan klimaendringer, klimapolitikk og det grønne skiftet kan påvirke SPU, samt påfølgende endringer i mandatet.

Rapportens formål var å belyse betydningen av finansiell klimarisiko og klimarelaterte investeringsmuligheter for SPU, drøfte alternative måter å håndtere klimarisiko på, og vurdere om ny klimarelatert kunnskap har betydning for fondets investeringsstrategi. Rapporten skulle gi et solid kunnskapsgrunnlag for departementets videre styring av fondet.

Rapporten gir en tilgjengelig introduksjon til klimarisiko og hvordan dette gjør seg gjeldende for finansmarkedene og finansielle investorer. For en utdypende forståelse av disse temaene anbefales det å lese rapporten.

Rapportens anbefalinger var primært rettet mot Finansdepartementets styring av SPU, med fokus på overordnede retningslinjer og forvaltningsmandat:

- Integrere klimarisiko som en sentral del av fondets risikostyring og investeringsstrategi.
- Sikre at fondets mandat og styringsdokumenter reflekterer klimarisikoens betydning og fondets ansvar som global investor.
- Videreutvikle krav til rapportering og transparens, blant annet gjennom bruk av anerkjente rammeverk som TCFD.
- Styrke kunnskapsgrunnlaget og metodene for å analysere klimarisiko, med særlig vekt på usikkerhet og scenarioanalyser.
- Opprettholde balanse mellom finansiell avkastning og ansvarlig eierskap, der påvirkningsarbeid og risikobaserte tiltak sees i sammenheng.

2.2 Endringer i Mandat for forvaltningen av SPU i 2022

På bakgrunn av blant annet ekspertgruppens rapport ble det i 2022 gjort flere endringer i mandatet som introduserte krav knyttet til klimarisiko.

Følgende bestemmelser ble inntatt eller endret:

§ 3-4 Måling og styring av klimarisiko: Norges Bank skal fastsette prinsipper for styring og måling av klimarisiko i forvaltningen av SPU. Målingene skal fange opp relevant klimarisiko knyttet til finansielle instrumenter, og risikoen skal anslås ved hjelp av ulike metoder. Det skal gjennomføres stresstester basert på scenarioer for fremtidig utvikling, herunder et scenario i samsvar med en global oppvarming på 1,5 grader celsius.

§ 4-1 andre ledd – Ansvarlig forvaltningsvirksomhet: Arbeidet med ansvarlig forvaltning skal baseres på et langsiktig mål om at selskapene i investeringsporteføljen innretter sin virksomhet slik at den er forenlig med globale netto nullutslipp i tråd med Parisavtalen.

§ 4-2 tredje ledd – Prinsipper for ansvarlig forvaltning: Prinsippene skal bygge på hensyn til god selskapsstyring, miljø og samfunnsmessige forhold 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 reflektere god håndtering av klimarisiko i samsvar med internasjonalt anerkjente standarder.

§ 6-1 – Rapportering og oppfølging: Det stilles krav om rapportering av arbeidet med ansvarlig forvaltningsvirksomhet, inkludert bruk av virkemidler og integrering i risikostyringen. Arbeidet med klimarisiko skal belyses særskilt, blant annet gjennom resultater fra stresstester og vurderinger av selskapenes fremoverskuende

utslippsbaner. Rapporteringen skal inkludere måltall som fanger opp fondets eksponering mot klima- og miljørelatert virksomhet, og den skal være forankret i hovedstyret. Rapporteringen skal også følge utviklingen av internasjonalt anerkjente standarder og metoder.

3 Rammer og føringer for håndtering av klimarisiko

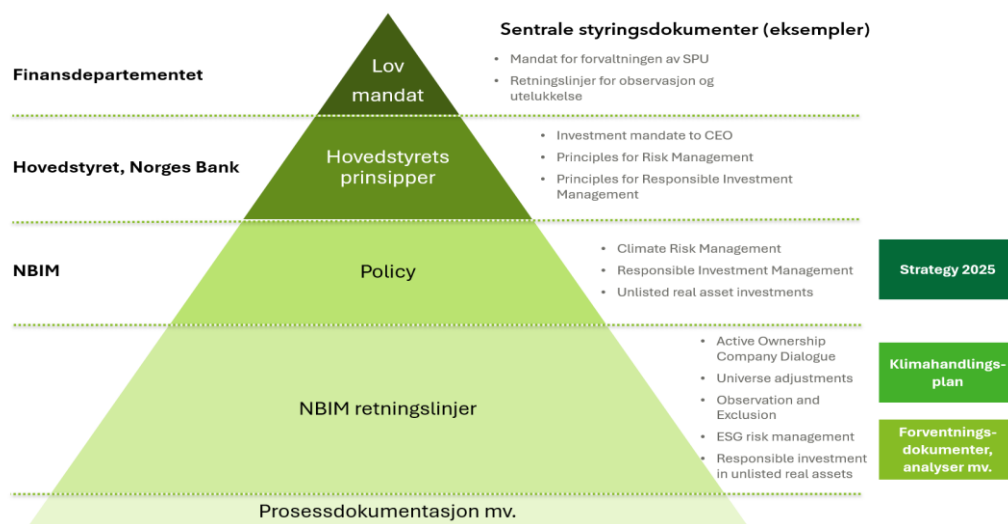
Dette kapittelet gir en oversikt over føringene Finansdepartementet har gitt for styring av klimarisiko i SPU, og hvordan disse er operasjonalisert i NBIM gjennom mål, strategier og styrende dokumenter. Kapittelet beskriver også ansvarsfordelingen for håndtering av klimarisiko i fondet.

3.1 Innledning

De overordnede føringene for håndtering av klimarisiko i forvaltningen av SPU er nedfelt i mandatet. Mandatet har hjemmel i Lov om Statens pensjonsfond.

Hierarkiet av styringsdokumenter er videre bygget opp av overordnede prinsipper og mandater gitt av styret til leder i NBIM. Disse er operasjonalisert gjennom policyer fastsatt av leder og konkrete operative prosedyrer og veiledere (guidelines) for sentrale prosesser i NBIMs virksomhet. Prioriteringer og tilnærming er forankret i NBIMs investeringsstrategi og i en egen klimahandlingsplan.

Figur 2 viser de mest sentrale dokumentene som setter rammene for styringen og håndteringen av klimarisiko i SPU.



Figur 2: Styrende dokumenter for klimarisiko i SPU

Ulike aktører og forvaltningsnivå har ansvar for håndteringen av klimarisiko i SPU. Finansdepartementet fastsetter mandatet og de overordnede rammene for forvaltningen av fondet, mens hovedstyret etablerer overordnede prinsipper for forvaltningen. Internt i NBIM er det ulike funksjoner og avdelinger som er involvert i oppfølgingen av klimarisiko. Disse er oppsummert i Tabell 1 nedenfor.

Tabell 1: Roller og ansvar i håndteringen av klimarisiko i SPU

Styringsnivå	Ansvar knyttet til klimarisiko
Finansdepartementet	Fastsetter overordnede rammer og retningslinjer for forvaltningen av SPU gjennom mandat og etiske retningslinjer.
Hovedstyret i Norges Bank	Overordnet tilsynsansvar for klimarisiko og at prinsipper for risikostyring følges. Hovedstyret behandler rapportering om klimarisiko gjennom årsrapport om ansvarlig forvaltning og klimahandlingsplan. Beslutter etiske eksklusjoner basert på anbefalinger fra Etikkrådet. Gir råd til departementet om investeringsstrategi og behov for endringer i mandat.
NBIM <i>Daglig leder</i>	Ansvar for å sikre at klimarisiko integreres systematisk i forvaltningen, og at risikostyringssystemene fanger opp relevant klimarisiko knyttet til fondets investeringer. Fastsetter overordnede policyer. Godkjenner beslutninger om risikobasert nedsalg (justeringer i investeringsuniverset).
<i>Investment Risk (Risk monitoring)</i>	Ansvar for overvåking og rapportering av klimarisiko på porteføljenivå, inkludert daglig screening av ESG-relatert risiko ved selskapene i porteføljen, kvartalsvise analyser og rapportering på klimarisiko, inkludert klimastresstesting. Kvartalsvise møter med porteføljeforvaltere og Active Ownership. Initierer beslutninger om risikobasert nedsalg. Ansvarlig for implementering av kullkriteriet.
Market strategies, Active Strategies (Porteføljeforvaltere)	Operativt ansvar for å integrere klimarisiko i investeringsbeslutninger og oppfølging av selskaper innenfor sine mandater, og balansere klimarisiko opp mot avkastningsmål og andre typer risiko.
<i>Governance and compliance (Active Ownership)</i>	Ansvar for eierskapsutøvelse og arbeidet med standardsetting. Oppfølging av klimarisiko skjer gjennom dialog med selskaper, stemmegivning og aksjonærforslag. Følger opp enkeltsselskap med særlig høy klimarisiko.
<i>Climate Advisory Board</i>	Opprettet av NBIM. Fungerer som et rådgivende organ som gir faglig støtte til NBIMs ledelse. Har ingen beslutningsmyndighet, jf. Climate Advisory Board Mandate.
Etikkrådet	Etikkrådet har ansvar for å overvåke selskaper, gjennomføre etiske vurderinger og gi råd til Norges Bank basert på fondets etiske retningslinjer.

3.2 Sentrale føringer for klimarisiko i mandatet

Mandatet setter de overordnede føringene, rammene og forventningene for styring og håndtering av klimarisiko i SPU. Nedenfor oppsummeres noen sentrale bestemmelser i mandatet og noen konsekvenser av disse for håndtering av klimarisiko.

3.2.1 Håndtering av klimarisiko skal understøtte det overordnede målet for forvaltningen av SPU om å oppnå høyest mulig avkastning

Mandatet (§ 1-2) fastsetter at det overordnede målet for forvaltningen er å oppnå høyest mulig avkastning innenfor de rammene som gjelder for forvaltningen. I forarbeidene til endringene i mandatet fra 2022 er det eksplisitt lagt til grunn at fondet ikke skal være et instrument i klimapolitikken, og at det ikke skal forvaltes med sikte på å oppnå andre mål enn høyest mulig avkastning.³ Håndteringen av klimarisiko skal dermed innrettes med sikte på å redusere den finansielle risikoen for SPU knyttet til klimaendringer og omstilling til et lavutslippssamfunn.

I 2022 ble det inntatt en egen bestemmelse om *Måling og styring av klimarisiko* i § 3-4, som skal bidra til at relevant klimarisiko knyttet til de finansielle instrumentene som brukes i forvaltningen, det vil si risiko knyttet til klima som kan påvirke verdien på og avkastningen av investeringene i fondet, fanges opp. Mandatet legger til grunn at det skal benyttes ulike metoder for måling og styring av klimarisiko, blant annet ved bruk av flere metoder og stresstester basert på scenarioer som inkluderer global oppvarming begrenset til 1,5 grader, som er i tråd med målene som legges til grunn i Paris-avtalen.

Kravet innebærer at Norges Bank, som en del av risikostyringsprosessen, skal styre og måle klimarisiko på lik linje med andre risikoområder eksempelvis kredittrisiko, motpartseksponering og markedsrisiko.

Til forskjell fra de øvrige risikoområdene er det imidlertid ikke satt krav i mandatet om at hovedstyret skal fastsette supplerende risikorammer knyttet til klimarisiko, det vil si ytterligere rammer for hvor stor klimarisiko fondet kan ta. I intervjuer med representanter for Norges Bank og NBIM blir det vist til at man ikke har sett det som hensiktsmessig å fastsette egne risikorammer for klimarisiko fordi det per i dag er stor usikkerhet knyttet til å kvantifisere eller definere konkrete toleransenivåer for denne risikoen.

3.2.2 Krav om indekxnær forvaltning legger i stor grad til grunn at klimarisiko er priset inn i markedet

Kapittel 2 i mandatet fastsetter SPUs investeringsunivers, referanseindeks og risikorammer, det vil si rammene for hva fondet kan investere i.

Mandatet legger til grunn en indekxnær forvaltning som i praksis innebærer at man legger til grunn at klimarisiko til en viss grad er priset inn i markedet. I forarbeidene til endringene av mandatet i 2022 skriver Finansdepartementet at

«Så lenge finansmarkedene er velfungerende og preget av høy konkurranse, er det, som både ekspertgruppen og Norges Bank peker på, liten grunn til å tro at klimarisiko blir systematisk feilpriset over tid. Det er heller ingen grunn til å anta at fondet har fortrinn eller systematisk bedre informasjon om klimarisiko

³ Meld. St. 9 (2021-2022) Statens pensjonsfond 2022. Finansdepartementet

enn andre investorer. Dette betyr at selv om samlet klimarisiko i det finansielle systemet er høy, kan en ikke forvente et bedre bytteforhold mellom avkastning og risiko ved å endre sammensetningen av referanseindeksen, for eksempel ved å utelukke investeringer i bestemte næringer.»⁴

Dette innebærer at NBIM har begrenset handlingsrom til å foreta større endringer i investeringsporteføljen basert på egne vurderinger av klimarisiko, for eksempel klimarisiko knyttet til konkrete sektorer, geografier eller verdikjeder. Samtidig skriver departementet i samme melding at Norges Bank utnytter en mindre del av rammen for aktive avvik fra referanseporteføljen. Departementet vurderer derfor at klimarelaterte vurderinger som eventuelt påvirker fondets sammensetning i et slikt omfang at de er aktuelle å rapportere som en egen aktiv strategi vil kunne dekkes tilstrekkelig innenfor dagens regulering.

3.2.3 Håndtering av klimarisiko skal inngå i arbeidet med ansvarlig forvaltningsvirksomhet

Av de overordnede rammene (§ 1-3) i mandatet fremgår at ansvarlig forvaltningsvirksomhet skal være en integrert del av forvaltningen av investeringsporteføljen.

Kravet til *ansvarlig forvaltningsvirksomhet* i § 1-3 (3), legger til grunn at god avkastning på lang sikt avhenger av en bærekraftig utvikling i økonomisk, miljømessig og samfunnsmessig forstand. Norges Bank skal fastsette prinsipper for ansvarlig forvaltningsvirksomhet som skal baseres på hensynene til god selskapsstyring, miljø og samfunnsmessige forhold, og som er i tråd med anerkjente prinsipper og standarder (§4-2).⁵ Her nevnes spesifikt FNs Global Compact, FNs veiledende prinsipper for næringsliv og menneskerettigheter (UNGP), G20/OECDs retningslinjer for selskapsstyring og OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper.

Spesifikt om klimarisiko fremgår det at prinsippene også skal reflektere hensynet til god håndtering av klimarisiko i tråd med internasjonalt anerkjente prinsipper og standarder. Det fremgår imidlertid ikke nærmere hvilke standarder det vises til. Mandatet fastslår videre at banken skal bidra til utviklingen av relevante internasjonale standarder innen ansvarlig forvaltningsvirksomhet (§ 4-3).

Videre når det gjelder klimarisiko legger mandatet til grunn at bankens arbeid med ansvarlig forvaltningsvirksomhet skal basere seg på det langsiktige målet om at selskapene i investeringsporteføljen innretter virksomheten sin slik at den er forenlig med globale netto nullutslipp i tråd med Parisavtalen (§ 4-1 (2)). Bestemmelsen er ikke nærmere utdypet i mandatet, for eksempel når det gjelder hva som ligger i langsiktig, hvilken definisjon av netto nullutslipp som legges til grunn eller hvordan enkeltselskapers utslipp skal vurderes opp mot globale utslipp.

Formuleringen innebærer *ikke* at investeringene i SPU i seg selv aktivt skal bidra til globale netto nullutslipp i tråd med Parisavtalen, eller et utslippsmål for SPUs

⁴ Meld. St. 9 (2022-2022) *Statens pensjonsfond 2022*. Finansdepartementet

⁵ Spesifikt nevnes her FNs Global Compact, FNs veiledende prinsipper for næringsliv og menneskerettigheter (UNGP), G20/OECDs retningslinjer for selskapsstyring og OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper.

investeringsportefølje. I forarbeidende til endringen av mandatet i 2022 fremgår det knyttet til dette at fondet ikke bør forvaltes med sikte på å oppnå andre mål enn høyest mulig avkastning, for eksempel ved å klimajustere referanseindeksen eller sette et klimamål for forvaltningen av investeringsporteføljen.⁶ Videre fremgår det at det langsiktige målet om at selskapene i investeringsporteføljen innretter virksomheten sin slik at den er forenlig med globale netto nullutslipp i tråd med Parisavtalen, ikke innebærer at fondet automatisk skal måtte selge seg ut av selskaper som ikke innfrir en gitt bane for utslipp. Det vises til at dersom verden generelt ikke er på vei mot netto nullutslipp er det heller ikke realistisk å forvente at selskapene i en bredt investert portefølje er på vei mot netto nullutslipp.

3.2.4 Norges Bank skal rapportere særskilt om måling og styring av klimarisiko

Mandatet stiller særskilte krav til at banken i årsrapporteringen skal redegjøre for arbeidet med ansvarlig forvaltning, jf. § 6-1 (4) g. Rapporteringen skal belyse fondets arbeid med ansvarlig forvaltningsvirksomhet (kapittel 4), og måling og styring av klimarisiko, jf. § 3-4.

Rapporteringen skal omfatte bruk av virkemidler, virkningen av eierskapsarbeidet og integreringen av prinsippene for ansvarlig forvaltning i forvaltningen. Videre skal rapporteringen særlig belyse klimarisiko ved å inkludere resultater fra stresstester og vurderinger av selskapenes fremoverskuende utslippsbaner, samt inneholde relevante måltall som viser fondets eksponering mot klima- og miljørelatert virksomhet. Den må være hensiktsmessig, bygge på internasjonalt anerkjente standarder og metoder, og være forankret i hovedstyret.

3.2.5 Klimagassutslipp har vært et eget utelukkelseskriterium for fondet basert på etiske hensyn

I tillegg til at klimarisiko er en finansiell risiko for SPU, blir klimagassutslipp også vurdert som en *etisk* risiko i forvaltningen av fondet.

I sin forvaltning av SPU er Norges Bank underlagt etiske retningslinjer. Frem til november 2025 ga disse retningslinjene banken myndighet til å beslutte observasjon og utelukkelse av selskaper som forårsaket eller medvirket til alvorlige krenkelser av grunnleggende etiske normer.⁷ I november 2025 ble disse erstattet av nye, midlertidige retningslinjer. Formålet med de midlertidige retningslinjene er ikke å beslutte observasjon og utelukkelse, men å identifisere selskaper med sikte på mulig eierskapsutøvelse.⁸

Både de daværende og nåværende retningslinjene inneholder to sentrale kriterier knyttet til klimagassutslipp:

- Klimakriteriet (atferdsbasert): Dette kriteriet er knyttet til om det er en uakseptabel risiko for at selskapet medvirker til eller er ansvarlig for «handlinger eller

⁶ Meld. St. 9 (2022-2022) *Statens pensjonsfond 2022*. Finansdepartementet

⁷ Retningslinjer for observasjon og utelukkelse fra Statens pensjonsfond utland FOR-2014-12-18-1793. Ikrafttredelse 18.12.2014, 01.01.2015. Tilgjengelig fra: <https://lovdata.no/dokument/LTI/forskrift/2014-12-18-1793/%C2%A74#%C2%A74>.

⁸ Midlertidige etiske retningslinjer for Statens pensjonsfond utland.

FOR-2025-11-07-2231.

Ikrafttredelse:

07.11.2025. Tilgjengelig fra: <https://lovdata.no/dokument/INS/forskrift/2025-11-07-2231>

unnlater som på et aggregert selskapsnivå i uakseptabel grad fører til utslipp av klimagasser», jf. § 4 f.⁹

- Kullkriteriet (produktbasert): Dette kriteriet er rettet mot gruveselskaper og kraftprodusenter med betydelig virksomhet innen termisk kull. Kriteriet er basert på både relative terskler, som andel av inntekter, og absolutte terskler for produksjonsvolum og kraftkapasitet, jf. § 3 (2).¹⁰

Både klima- og kullkriteriet trådte i kraft i 2016. Utgangspunktet for utformingen av kriteriene var en ekspertgruppe nedsatt av Finansdepartementet i 2014 som ble bedt om å gi råd om mulige kriterier for utelukkelse av kull- og petroleumsselskaper. Ekspertgruppen anbefalte i utgangspunktet kun et atferdsbasert klimakriterium, uavhengig av bransje eller sektor, en anbefaling departementet sluttet seg til i fondsmeldingen for 2014.¹¹

I sin innstilling til fondsmeldingen uttalte imidlertid Finanskomiteen at det var etiske aspekter ved kullvirksomhet som gjorde et eget, produktbasert kriterium hensiktsmessig, i tillegg til det atferdsbaserte. Komiteen anmodet derfor regjeringen om å komme tilbake med et konkret forslag til et slikt kriterium i Nasjonalbudsjettet for 2016.¹² Både kull- og klimakriteriet ble vedtatt gjennom behandling av Nasjonalbudsjettet i 2016.¹³ Kullkriteriet ble skjerpet med nye, absolutte terskler i 2019.¹⁴

Ansvar for å følge opp de etiske retningslinjene er delt mellom Etikkrådet og Norges Bank. Denne ansvarsdelingen er i hovedtrekk den samme i både de tidligere retningslinjene for observasjon og utelukkelse og de nåværende, midlertidige etiske retningslinjene.

I denne arbeidsdelingen har Etikkrådet en uavhengig rolle, og arbeider med å avdekke selskaper som ikke opererer i tråd med retningslinjene. Saker kan tas opp på Etikkrådets eget initiativ eller etter anmodning fra Norges Bank. Før Etikkrådet gir sin tilråding, har det ansvaret for å sørge for at saken er godt opplyst.¹⁵

Norges Bank fatter de endelige beslutningene basert på råd fra Etikkrådet. Banken har imidlertid også hatt en selvstendig initiativrett til å fatte beslutninger etter klima- og

⁹ Før en beslutning om utelukkelse etter § 4, skulle Norges Bank legge vekt på sannsynligheten for blant annet fremtidige normbrudd, deres alvor og omfang, samt bredden i selskapets virksomhet og arbeid med å redusere risikoen, jf. tidligere Retningslinjer for observasjon og utelukkelse § 6 (4).

¹⁰ Kriteriet omfatter gruveselskaper og kraftprodusenter skal identifiseres for mulig eierskapsutøvelse ut fra om de 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.

¹¹ Ekspertgruppen, ledet av Martin Skancke, vurderte at kull- og petroleumsselskapenes energiproduksjon, energibruk og CO₂-utslipp ikke i seg selv kan sies å være strid med generelt aksepterte etiske normer. På bakgrunn av dette anbefalte gruppen ikke innføring av et produktbasert kriterium for utelukkelse av kull- eller petroleumsselskaper, men i stedet et atferdsbasert kriterium som vurderte selskapenes klimarelaterte atferd samlet. Departementets vurderinger og tilslutning til gruppens anbefaling om et atferdsbasert kriterium er redegjort for i Meld. St. 21 (2014–2015) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2014, s. 49.

¹² Innst. 290 S (2014–2015) Innstilling fra finanskomiteen om forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2014.

¹³ Meld. St. 1 2015–2016 Nasjonalbudsjettet 2016, s. 150–154.

¹⁴ Kriteriene knyttet til årlig utvinning og kraftkapasitet ble lagt til i 2019, basert på departementets vurdering i Meld. St. 20 (2018–2019), som Stortinget sluttet seg til, jf. Innst. 344 S (2018–2019).

¹⁵ Etikkrådets arbeid er regulert gjennom § 5 i tidligere Retningslinjer for observasjon og utelukkelse og Midlertidige etiske retningslinjer.

kullkriteriene.¹⁶ Før banken treffer en beslutning, har den et eget ansvar for å påse at saken er tilstrekkelig opplyst.¹⁷

Mens de tidligere retningslinjene gjaldt observasjon og utelukkelse, er retningslinjene i dag knyttet til eierskapsutøvelse. Det stilles i den forbindelse færre krav til vurderinger som gjøres av Norges Bank. Etikkrådet kan fortsatt anbefale å oppheve tidligere utelukkelse, og Norges Bank kan fatte vedtak om dette, jf. Midlertidige etiske retningslinjer for Statens pensjonsfond utland.

3.3 Hovedstyrets føringer knyttet til klimarisiko

Mandatet forutsetter at hovedstyret fastsetter egne prinsipper på enkelte områder for å understøtte det operative ansvaret for forvaltningen av fondet og forvaltningen av investeringsporteføljen innenfor mandatets rammer.

Undersøkelsen viser at hovedstyret i Norges Bank i liten grad har gitt føringer knyttet til styringen og håndteringen av klimarisiko utover det som ligger i mandatet for forvaltningen av SPU.

Investeringsmandatet til leder av NBIM¹⁸ inneholder ikke konkrete føringer for klimarisiko, men viser til fastsatte prinsipper og risikotoleranse for operasjonell risiko fastsatt i hovedstyrets prinsipper for risikostyring i NBIM.¹⁹ Investeringsmandatet inneholder imidlertid enkelte andre føringer som også påvirker NBIMs styring av klimarisiko, herunder at fondet skal forvaltes på en måte som begrenser risikoen for store tap i avkastningen relativt til referanseindeksen.²⁰

Det er primært *prinsippene for risikostyring i NBIM*²¹ og *prinsippene for ansvarlig forvaltningsvirksomhet i Norges Bank* som angir hovedstyrets føringer for arbeidet med klimarisiko. Begge legger til grunn at ESG-risiko og klimarisiko skal integreres i den daglige forvaltningen av fondet, og at risikostyring og ansvarlig forvaltning skal sees i sammenheng.

Det er imidlertid ikke nærmere utdypet hvordan disse skal sees i sammenheng eller hvordan klimarisiko skiller seg fra ESG-risiko for øvrig.

Prinsippene for risikostyring i NBIM inneholder en egen del om klimarisiko, definert som risikoen for endring i fondets markedsverdi som følge av klimaendringer og samfunnets reaksjoner på disse, bestående av både fysisk klimarisiko og overgangsrisiko.

Prinsippdokumentene legger til grunn at håndteringen av klimarisiko skal gjøres gjennom prosesser og virkemidler for standardsetting, eierskapsutøvelse, risikostyring og forvaltning, men med noe ulik benevnelse.

¹⁶ Norges Bank har siden 2015 hatt anledning til å utelukke eller observere selskaper på eget initiativ under det produktbaserte kullkriteriet. Denne myndigheten ble i 2022 utvidet til også å gjelde det atferdsbaserte klimakriteriet.

¹⁷ Norges Banks arbeid er regulert gjennom § 6 i tidligere Retningslinjer for observasjon og utelukkelse og Midlertidige etiske retningslinjer.

¹⁸ Investeringsmandat for Statens pensjonsfond utland. Utstedt av Norges Banks hovedstyre til administrerende direktør i Norges Bank Investment Management. Sist endret 9. april 2025, punkt 4.5.

¹⁹ Hovedstyrets prinsipper for risikostyring i NBIM.

²⁰ Punkt 4.1.8 Forventet tap (Expected shortfall)

²¹ Hovedstyrets prinsipper for risikostyring i NBIM.

I prinsippene for risikostyring vektlegges *standardsetting*, *eierskap* og *risikostyring*, uten at disse detaljeres nærmere. I prinsippene for ansvarlig forvaltningsvirksomhet gis en utdypende beskrivelse av virkemidlene *standardsetting*, *kapitalforvaltning (investment management)* og *eierskapsaktiviteter*, i tillegg til føringer knyttet til observasjon, utelukkelse og rapportering.

Når det gjelder styring og måling av klimarisiko fastsetter prinsippene for risikostyring at:

- NBIM skal bruke flere komplementære metoder for å måle klimarisiko knyttet til finansielle instrumenter og investeringer, inkludert eksponering mot klima- og miljørelaterte selskaper og aktiva. Metodene skal være i tråd med internasjonalt anerkjente standarder og anvendes på tvers av alle aktivaklasser. Innenfor hver dimensjon av klimarisiko (forstått som fysisk klimarisiko og overgangsrisiko) skal det benyttes metoder som kan dekomponere risikoen til hensiktsmessige detaljnivå, som kan måles regelmessig.
- NBIM skal regelmessig gjennomføre stresstester av porteføljen med fokus på klimarisiko, basert på både historiske klimarelaterte hendelser og ulike klimascenarier. Utvalgte klimascenarier skal inkludere både moderate og ekstreme utviklinger, blant annet et scenario som er i samsvar med en global temperaturøkning på 1,5 ° C over førindustrielt nivå, for å vurdere porteføljens robusthet mot ulike fremtidige klimautfordringer.

3.4 Forankring av klimarelaterte føringer i strategiske mål i NBIM

3.4.1 Strategi og klimahandlingsplan

De overordnede føringene som er omtalt i foregående avsnitt er integrert i både NBIMs investeringsstrategi og i en egen klimahandlingsplan.

Håndteringen av klimarelaterte risikoer og muligheter trekkes frem som en særlig prioritet i NBIMs strategi under overskriften «We will be a global leader in responsible investment» (*Strategy 25*). Dokumentet beskriver strategiene som NBIM benytter for å etterleve føringene i mandatet, inkludert prioriteringer på markeds-, portefølje- og selskapsnivå knyttet til håndtering av klimarisiko.

Disse prioriteringene og virkemidlene er videre detaljert og beskrevet i en egen klimahandlingsplan. NBIM publiserte sin første klimahandlingsplan i 2022, og utga en ny plan i midten av oktober 2025. Hovedmålet med handlingsplanen er å beskrive NBIMs prioriteringer og tiltak for å oppfylle føringen i mandatet om at selskapene i investeringsporteføljen skal innrette sin virksomhet slik at den er forenlig med globale netto nullutslipp i tråd med Parisavtalen.

Klimahandlingsplanen for perioden 2025-2030 vektlegger fem strategiske hovedprioriteringer:

- Styrke koblingene mellom investeringsmålene og arbeidet med klimaendringer på tvers av risikostyrings, investerings- og eierskapsfunksjonene i NBIM
- Fortsette dialog og oppfølging av selskaper for å støtte netto-null målsettinger, delmål knyttet til scope 1, 2 og 3-utslipp og omstillingsplaner.
- Styrke standarder på markedsnivå og metoder for finansiell rapportering, målsettinger og scenarioanalyser knyttet til klima og natur

- Økt fokus på naturreisiko, fysisk klimarisiko, klimatilpasning og motstandsevne i arbeid med standardsetting, risikostyring og dialog med selskaper («engagement»)
- Integrere kunstig intelligens og egenutviklede analyser i håndteringen av klimarisiko for å strømlinjeforme prosesser og styrke beslutningsprosesser.

For den unoterte eiendomsporteføljen har NBIM satt et netto null-mål for 2050, med et delmål om å redusere operasjonell karbonutslippsintensitet med 40 % innen 2030 sammenlignet med 2019.²²

Utover dette har ikke NBIM utarbeidet egne mål eller resultatindikatorer knyttet til klima, eller en omstillingsplan for fondets investeringsportefølje. Dette begrunnes i intervjuer med at det ville være i strid med mandatet om NBIM hadde etablert egne utslippsmål for fondets investeringsportefølje, og at det ikke er hensiktsmessig å etablere egne utslippsmål for porteføljen gitt risikorammene i mandatet. Det er heller ikke definert risikoindikatorer (Key Risk Indicators) for å kontinuerlig overvåke og vurdere SPUs eksponering mot klimarisiko.

3.4.2 Overordnede policyer i NBIM

NBIM etablerte i 2022 en egen *policy for håndtering av klimarisiko* (Policy - Climate risk management). Policyen beskriver rammeverket for håndtering av klimarisiko og vektlegger blant annet betydningen av en ansvarsdeling der mottakeren av investeringsmandat skal sikre at klimarisiko tas og håndteres innenfor sitt mandat, og en uavhengig risikostyringsfunksjon som skal identifisere, mål, overvåke og rapportere om klimarisiko. Policyen beskriver videre føringer for måling, overvåkning og rapportering av klimarisiko. Policyen er imidlertid ikke nærmere detaljert enn føringene som ligger i hovedstyrets prinsipper og i mandatet.

NBIM har også etablert en egen *policy for ansvarlig forvaltningsvirksomhet*. Denne detaljerer hvordan NBIM skal jobbe innenfor hhv. standardsetting, forvaltning, eierskapsaktiviteter, beslutninger knyttet til observasjon og utelukkelse og rapportering. Organiseringen og gjennomføringen av arbeidet innenfor disse områdene er nærmere beskrevet i kapittel 4.

3.4.3 Investeringsmandater

Det opplyses i intervju at vurdering av ESG-faktorer er nedfelt i alle investeringsmandater i NBIM. En gjennomgang av tre eksempler på slike mandater fra Active Strategies for investering i børsnoterte instrumenter viser at alle tre av investeringsmandatene inneholder formuleringen «consideration should be given to economic, financial, environment, social and corporate governance risk factors» i tillegg til konkrete avkastningsmål under overskriften «Main objective».

Det fremgår imidlertid ikke av investeringsmandatene hvordan slike risikoer skal vektlegges i de enkelte beslutningene eller hvordan klimarisiko spesifikt skal hensyntas sammenlignet med andre bærekraftsrelaterte hensyn.

²² Climate Action Plan 2030

3.5 Forholdet mellom finansiell risiko og ansvarlig forvaltningsvirksomhet

3.5.1 Ansvarlig forvaltningsvirksomhet som et virkemiddel for å redusere finansiell risiko

Som beskrevet over viser undersøkelsen at er Norges Banks tilnærming til klima først og fremst er knyttet til å håndtere den finansielle risikoen som klimaendringer kan utgjøre for fondets verdier. Sagt med andre ord er det ikke et mål i seg selv at fondet skal bidra til lavere utslipp av klimagasser.

Arbeidet med ansvarlig forvaltningsvirksomhet, som blant annet legger til grunn prinsipper fra FN og OECD om å unngå negativ påvirkning på mennesker og samfunn, beskrives i denne sammenheng primært som et virkemiddel for å redusere risiko knyttet til klima, samt for å håndtere etiske sider ved klimagassutslipp.

Dette er begrunnet med at fondets avkastning avhenger av en bærekraftig utvikling i økonomisk, miljømessig og samfunnsmessig forstand. Det vektlegges at en ordnet overgang til et netto-nullutslippssamfunn er i samsvar med fondets økonomiske interesse. Dette henger sammen med at den finansielle overgangsrisikoen er større ved en plutselig og uordnet omstilling enn en gradvis omstilling til netto null-utslipp. Banken skal derfor basere arbeidet med ansvarlig forvaltningsvirksomhet på et langsiktig mål om at selskapene i investeringsporteføljen innretter virksomheten slik at den er forenlig med globale netto nullutslipp i tråd med Parisavtalen.

3.5.2 Potensielle målkonflikter mellom avkastningsmålet og føringer for ansvarlig forvaltning

I prinsippet kan det kan oppstå en målkonflikt i målene for forvaltningen scenarioer knyttet til 1,5 grader, altså målet som NBIM oppfordrer til i eierskapsdialogen, har en større finansiell risiko for fondet enn scenarioer som innebærer en høyere temperaturøkning.

NBIMs egne stresstester viser at scenarioer som resulterer i 1,5 grader global oppvarming vil være ufordelaktige for fondets finansielle avkastning sammenlignet med andre scenarioer på grunn av høy omstillingsrisiko. Resultatene som har vært presentert foreløpig viser at scenarioene som er rundt 2,5 grader kan være mer fordelaktige. Samtidig mener NBIM at finansielle konsekvenser knyttet til fysisk klimarisiko kan være underestimert og det er fortsatt stor usikkerhet knyttet til modellene. Ingen av de intervjuede i gjennomgangen har gitt uttrykk for at dette oppleves som en vesentlig målkonflikt, hverken i prinsippet eller i praksis. Det gis gjennomgående uttrykk for at arbeidet med ansvarlig forvaltningsvirksomhet primært har som formål å understøtte arbeidet med å sikre maksimal avkastning, og at en ordnet overgang til et lavutslippssamfunn er i fondets finansielle interesse, ettersom det anses å være bedre enn andre alternativer.

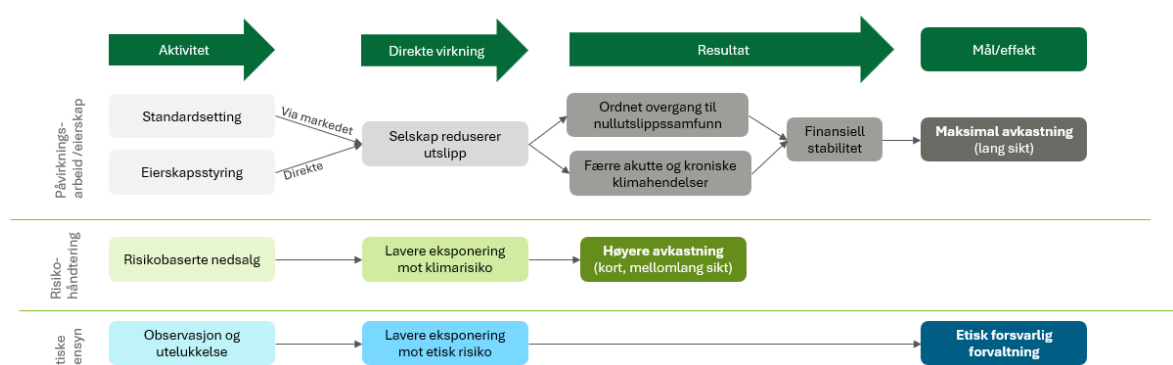
Samtidig uttrykker Norges Bank gjennom NBIMs investeringsstrategi klare ambisjoner om å være en global leder innenfor ansvarlige investeringer (responsible investment). Deloitte observerer at det på bakgrunn av dette kan fremstå noe uklart i kommunikasjonen overfor offentligheten hva som er målet for Norges Banks arbeid knyttet til klimarisiko og hvorvidt banken har en aktiv pådriverrolle i klimaspørsmålet også utover å sikre høyest mulig avkastning.

Selv om målet om maksimal avkastning og omstilling til et lavutslippssamfunn kan være sammenfallende på lengre sikt, kan det på kort sikt være prinsipielle målkonflikter eksempelvis knyttet til selskaper med høye klimagassutslipp og høy avkastning. Denne problemstillingen er i liten grad adressert i mandatet og i styrende dokumenter i Norges Bank. Ettersom mandatet legger til grunn en indekxnær forvaltning er det Deloitte's forståelse at den offentlige kommunikasjonen på klimaområdet kan forstås som et virkemiddel for å bidra til at klimarisiko prises mest mulig riktig i markedet.

3.6 Samlet oversikt over Norges Banks tilnærming til klimarisiko

3.6.1 Tilnærmingen til klimarisiko er primært rettet mot å påvirke selskapenes adferd

Figuren nedenfor viser en forenklet fremstilling og forståelse av NBIMs tilnærming til arbeidet med klimarisiko i form av en resultatkjede eller virkningskjede.²³



Figur 3: Forenklet fremstilling av en resultatkjede for NBIMs tilnærming til klimarisiko.

Hovedtyngden i Norges Banks arbeid med klimarisiko ligger på påvirkningsarbeid, det vil si eierskapsarbeid og standardsetting, øverst i figuren. I styrende dokumenter er det i mindre grad vektlagt hvorvidt NBIM skal arbeide med sammensetning av porteføljen for å redusere klimarisiko, inkludert risikobaserte nedsalg.

Dette innebærer at klimarisikoen i fondet primært håndteres «indirekte» gjennom å forsøke å påvirke av selskapenes praksis og adferd. Klimarisikoen håndteres i begrenset grad direkte gjennom sammensetning av investeringsporteføljen, for eksempel gjennom risikobaserte nedsalg.

3.6.2 Klima som legitimitetsrisiko

Figuren viser i tillegg hvordan observasjon og utelukkelse av enkeltsselskaper primært er et virkemiddel for å bidra til etisk forsvarlig forvaltning. På denne måten er observasjon og utelukkelse i mindre grad et aktivt virkemiddel som skal benyttes for å håndtere klimarisiko, men i større grad som et virkemiddel for å hindre medvirkning i økonomiske aktiviteter som ikke er i tråd med de etiske retningslinjene. I intervjuer er dette omtalt som en legitimitetsrisiko for fondet. Inkluderingen av klimakriteriet i

²³ Figuren er basert på Deloitte's tolkning av beskrivelser i prinsipper, strategi og handlingsplan knyttet til klimarisiko i SPU, og fremstiller hvordan de ulike aktivitetene er forventet å virke, gjennom ulike mekanismer, for å understøtte det overordnede målet om høyest mulig avkastning.

retningslinjene for observasjon og utelukkelse kan sies å gjenspeile denne legitimitetsrisikoen.

I denne sammenheng er det verdt å merke seg at klimarisiko representerer en økende legitimitetsrisiko for finansielle institusjoner og investeringsforvaltere globalt. I følge Sabin Center for Climate Change Law ved Columbia Law School var det per juni 2025 registrert 3.099 klimasaker i 55 jurisdiksjoner og dette har også påvirket finansielle aktører, blant annet gjennom bøter for ikke å ha reflektert ESG-føringene sine tilstrekkelig i forvaltningen.²⁴ Internasjonale domstoler har også i økende grad oppmerksomhet på det etiske ansvaret knyttet til klima og forholdet mellom klima og grunnleggende menneskerettigheter. Blant annet slo den europeiske menneskerettighetsdomstolen i april 2024 fast at stater har ansvar under menneskerettighetskonvensjonen for å bekjempe klimaendringer effektivt, og FNs internasjonale domstol (ICJ) fastslår i sin rådgivende uttalelse fra 2025 at stater har juridisk bindende forpliktelser under internasjonal rett til å forhindre betydelig klimaskade.

²⁴ Merk at dette gjelder kommersielle investorer med et annet mandat enn SPU. Sakene er likevel omtalt for å underbygge økende internasjonal rettslig oppmerksomhet på klima og ESG for finansielle investorer.

4 Styring og operasjonalisering av klimarisiko i NBIM

I dette kapittelet beskrives praksis for identifisering, vurdering og oppfølging av klimarisiko i forvaltningen av SPU. Kapittelet innledes av en beskrivelse av anbefalt praksis basert på mandatet, internasjonale rammeverk og markedspraksis. Videre omtales overordnet styringsrammeverk for klimarisiko, samt de spesifikke prosessene, funksjonene og tiltakene som er sentrale i for håndteringen av klimarisiko.

4.1 Styringsrammeverk for klimarisiko

Som beskrevet i kapittel 3 trekkes standardsetting, forvaltningsvirksomhet og eierskapsutøvelse frem som hovedpilarer i fondets klimaarbeid.^{25,26} Virkemidlene fordeler seg på markeds-, portefølje- og selskapsnivå.

Figuren nedenfor presenterer de ulike virkemidlene fordelt på ulikt nivå, og hvilke enheter i NBIM som er ansvarlige for de ulike aktivitetene. De ulike virkemidlene og nivåene omtales nærmere i påfølgende avsnitt.



Figur 4: Virkemidler for å håndtere klimarisiko i SPU

4.1.1 Roller og ansvar for håndteringen av klimarisiko

Det er i hovedsak tre ulike funksjoner i NBIM som er involvert i oppfølgingen av klimarisiko.

²⁵ Climate and Nature Disclosures, 2024, s. 11, NBIM. Principles for responsible investment management in Norges Bank (08.03.2015), s. 2, NBIM.

²⁶ Ethiske utelukkelse følger av etiske og ikke finansielle vurderinger, og benyttes ikke som et aktivt virkemiddel fondet tar i bruk for å redusere klimarisiko, selv om konsekvensen av å utelukke selskaper som bidrar til kullproduksjon, likevel bidrar til å redusere fondets klimarisiko. Se nærmere om dette i kapittel 4.3.3.

Investeringsavdelingene (Active Strategies, Market Strategies) forvalter porteføljen, og de enkelte porteføljeforvalterne samt eksterne forvaltere tar investeringsbeslutninger innenfor sitt mandat. Mandatene spesifiserer at ESG-hensyn skal tas, men vurderingen av dette ligger til den enkelte forvalter.

Risikostyringsfunksjonen (Investment Risk), ledet av Chief Risk Officer er en andrelinjefunksjon som setter føringer for risikostyring generelt og overvåker og følger opp risikoer på tvers av porteføljen. Risikostyringsfunksjonen initierer prosesser for risikobaserte nedslag i tilfeller der det vurderes at bærekraftsrelaterte forhold, herunder klimarisiko, innebærer en uakseptabel finansiell risiko for fondet.

Området for selskapsstyring og etterlevelse ved eierskapsavdelingen (Active Ownership) har ansvaret for gjennomføring av selskapsdialog og oppfølging av selskapene i porteføljen, og har knyttet til klimarisiko særlig ansvar for oppfølging av selskaper på en egen fokusliste for klimautslipp.

I intervjuer beskrives det at de tre funksjonene har tett samarbeid med hverandre i arbeidet med klimarisiko. Eksempelvis beskrives det at risikostyringsfunksjonen og eierskapsfunksjonen har samarbeidet om utarbeidelse av klimahandlingsplanen, og at risikostyringsfunksjonen gir innspill til eierskapsfunksjonen i forbindelse med prioritering av selskaper for oppfølging med hensyn til klimarisiko. Risikostyringsfunksjonen gir også innspill til eierskapsfunksjonen om selskaper som kan vurderes å inkluderes i fokuslisten for oppfølging av klimarisiko.

Det fremgår av intervju at eierskapsfunksjonen holder løpende dialog og deler innsikt med *interne* porteføljeforvaltere, som også deler informasjon tilbake om selskaper.²⁷ Dette beskrives i intervjuer som et samarbeid, og ikke som formell oppfølging eller styring. Eierskapsavdelingen arbeider derimot ikke direkte med *eksterne* forvaltere, men det beskrives at det her foregår en informasjonsutveksling etter behov.

4.2 Måling og overvåkning av klimarisiko

I NBIMs policy for klimarisikostyring stilles det krav til hvordan klimarisiko skal måles og monitoreres. NBIM skal måle fondets eksponering mot klimarisiko og benytte metoder som utfyller hverandre for å vurdere både fysisk klimarisiko og overgangsrisiko ved hjelp av ulike tilnærminger. Stresstester skal bygge på et plausibelt spekter av klimascenarier.

Risikostyringsfunksjonen skal uavhengig overvåke og vurdere klimarisiko for fondet samlet. Det skal være egnede prosesser som sikrer rettidig og nøyaktig overvåking, samtidig som disse prosessene legger til rette for en aktiv dialog om klimarisiko mellom investerings- og risikoområdene. Klimarisiko skal håndteres gjennom standardsetting, integrering i investeringsprosesser, aktivt eierskap og løpende risikostyring.

NBIM følger utviklingen av klimarisiko på **markedsnivå** gjennom faglige innspill fra akademia og eksterne rådgivende aktører som Climate Advisory Board²⁸, samt gjennomgang av markedsdata og regelverksforslag.²⁹ NBIM har utviklet en intern land- og

²⁸ Climate Advisory Board består av medlemmer med kunnskap om klimarisiko, og de har bistått blant annet implementeringen av klimarisiko i 2025 Climate Action Plan. Climate and Nature Disclosures, s. 10, 2024, NBIM.

²⁹ NBIM deltar også i internasjonale arbeidsgrupper som ISO, PCAF, NGFS, etc.

sektormodell som vurderer bærekraftsrisiko på tvers av selskaper i porteføljen og referanseindeksen, basert på de markedene og sektorene de opererer i.³⁰

Videre måles klimarisiko på **porteføljenivå** ved å kvantifisere utslipp som fondet indirekte finansierer gjennom investeringer (finansierte utslipp),^{31,32} kombinert med systematisk screening av alle beholdninger for å identifisere høyriskoselskaper og sektorer. NBIM har utarbeidet en fokusliste for sitt eierskapsarbeid der selskapene som står for mesteparten av utslippene er inkludert,³³ og bruker blant annet kvartalsvise screeninger av porteføljen og referanseindeksen å sikre løpende oppdatering av denne listen.

Videre gjennomfører NBIM stress-testing og klimascenarioanalyser på porteføljenivå, for å vurdere fondets eksponering mot fremtidig klimarisiko.³⁴ Disse analysene oppdateres kvartalsvis. NBIM benytter blant annet MSCI Climate Value at Risk (CVaR)-modellen, som gir en vurdering av risiko for enkeltverdipapirer under fem anerkjente og ulike klimascenarioer³⁵ inkludert overgangsrisiko, teknologirisiko og fysisk risiko.

MSCI-modellen anses som en av de beste tilgjengelige i markedet, men det vises i intervju og i NBIMs rapporter³⁶, at det er svakheter ved modellen, blant annet at den ikke i tilstrekkelig grad fanger opp fysisk klimarisiko og langsiktige effekter. Bare deler av porteføljen er inkludert i analysen. NBIM utvikler en egen modell for å supplere MSCI-modellen og fange opp økonomiske tap ved ekstreme klimascenarier og systemiske effekter, særlig knyttet til fysisk risiko.³⁷ I tillegg brukes Implied Temperature Rise (ITR)-modellen for å estimere forventet temperaturøkning basert på porteføljens utslippsprofil og selskapers klimamål.^{38,39} Funnene fra analysene som gjøres av klimarisiko, presenteres kvartalsvis i Investment Risk Quarterly Forum (IRQF), hvor de viktigste risikoene diskuteres med Chief Risk Officer.⁴⁰ Her presenteres blant annet resultatene fra scenarioanalysene og stresstesting for kvartalet, og dette danner grunnlag for diskusjoner og vurderinger.⁴¹ Klimarisiko vil være et fast agendapunkt i de kvartalsvise møtene fremover.

På **selskapsnivå** måler NBIM klimarisiko gjennom direkte kartlegging av et selskaps egne utslippsdata, målsettinger og tilhørende dokumentasjon, samt ved å vurdere kvaliteten

³⁰ Responsible Investment; Government Pension Fund Global 2024, s. 44, NBIM.

³¹ NBIM beregner også flere karbonrelaterte nøkkeltall, blant annet direkte utslipp knyttet til fondets eierandeler («Owned Emissions»), utslipp per omsetningsenhet vektet etter porteføljens eksponering («Weighted Average Carbon Intensity»). Procedure: Measuring Climate Risk, NBIM; Memo: Climate Scenario Work Methodology, NBIM

³² Karbonavtrykket har blitt målt systematisk siden 2013, med utslippsdata for scope 1, 2 og 3 hentet fra S&P Trucost som er en global leverandør av klima- og miljørelatert selskapsdata. Manglende selskapsrapportering estimeres basert på finansielle data eller tilsvarende selskaper innen tilsvarende bransjer.

³³ Quarterly Climate risk disclosure report Q2 2025, NBIM

³⁴ 2030 Climate Action Plan, NBIM; Responsible Investment Government Pension Fund Global, 2024, NBIM; Climate Risk Management (Policy), NBIM

³⁵ NBIM benytter NGFS scenarioer etter REMIND-MagPIE model. For fysisk risiko benyttes i tillegg IPCC RCP 8.5 scenario. Memo: Climate Scenario Work Methodology, s 1, NBIM

³⁶ «Climate change as a financial risk to the fund», Asset Manager perspective, 11.08.2021, NBIM

³⁷ Memo: Climate Scenario Work Methodology, NBIM

³⁸ I 2024 ble ITR for equity-porteføljen beregnet til 2,52 °C, en økning fra 1,94 °C i 2023. Climate and Nature Disclosures, 2024, s. 33, NBIM

³⁹ I tillegg bruker NBIM verktøy for å måle naturrisiko, som overlapper med fysisk klimarisiko. For å analysere porteføljeselskapers påvirkning og avhengighet av naturkapital og økosystemtjenester benyttes verktøy som ENCORE, kombinert med geodata fra GIST Impact og Integrated Biodiversity Assessment Tool (IBAT). Climate and Nature Disclosures, 2024, NBIM

⁴⁰ Climate Risk Management (Policy). Quarterly Climate Risk Disclosure Report 2025 Q2, NBIM

⁴¹ Quarterly Climate Risk Disclosure Report 2025 Q2, NBIM; Investment Risk Quarterly Form Q2 2025, NBIM.

på disse rapporteringene opp mot fondets egne forventningsdokumenter. Dette omfatter en vurdering av hvorvidt selskapet har konkrete og målbare netto-null-mål, om målene er tredjeparts-godkjente (for eksempel via SBTi), og om målene dekker relevante utslippskategorier (herunder omfanget av Scope-3-rapportering).^{42,43}

I 2024 innførte NBIM en forventningsscore for å vurdere kvantitativt hvor godt et selskaps rapportering og praksis samsvarer med bærekraftsrelaterte forventninger.⁴⁴ Selskaper med høy utslippsintensitet sammenlignet med andre selskaper i bransjen identifiseres og flagges. Dette gjøres ved å bruke statistiske metoder hvor et selskaps beregnede utslipp blir sammenlignet med medianverdier.⁴⁵

Porteføljeforvaltere har tilgang til klimarelevant data for selskaper i et internt analysedashboard («Angle»). Informasjonen inkluderer indikasjoner på om selskapet presterer bedre eller dårligere enn en kalkulert indeks knyttet til overgangsrisiko. Bruken av dette verktøyet varierer mellom forvalterne, og det er ikke etablert føringer for hvordan verktøyet skal benyttes.

Det opplyses i intervju at NBIM også benytter kvalitative data, i form av dialog og innhenting av informasjon fra selskaper, til å få innsikt i klimarisiko på både porteføljenivå og selskapsnivå.

I **eiendomsporteføljen** benyttes et eget rammeverk for klimarisiko, som vurderer fysisk klimarisiko, omstillingsrisiko og langsiktige verdibetraktninger. Rammeverket inkluderer definerte terskelverdier for fysisk risiko. Videre gjennomføres en vurdering av fysiske risikofaktorer, basert på eksponering mot mulige klimarelaterte hendelser som kan utgjøre en trussel, blant annet flom.⁴⁶ For overgangsrisiko benyttes faktiske energiforbruksdata der dette er tilgjengelig, hvor CREEM⁴⁷-rammeverket fungerer som en indikator for tidlig risikoidentifikasjon. I CREEM vurderes funnene mot internasjonale dekarboniseringsbaner⁴⁸ og NBIM rapporterer andel av porteføljen som er i tråd med en valgt dekarboniseringsbane mot 1,5°C målet. I eiendomsporteføljen benyttes også dialog med forsikringsselskaper for å forstå bedre utviklingsbildet og innhente eksterne perspektiver. Eiendommer med høye utslipp som ligger over anbefalt nivå for utslippsreduksjon⁴⁹ prioriteres for energieffektivisering og andre utslippsreduserende tiltak. Energiforbruk i bygningene analyseres for å vurdere overgangsrisiko. Det legges vekt på at tiltakene tilpasses sektor- og geografispesifikke forhold, da klimarisiko og dekarboniseringsbanene kan variere betydelig mellom ulike typer eiendommer.⁵⁰ For fysisk risiko utfører NBIM beregninger for av sannsynligheten for flom, som følges opp av en dokumentkontroll og eventuelt fysisk inspeksjon av lokasjonen.⁵¹

⁴² Utslippsdata for scope 1, 2 og 3 er hovedsakelig hentet fra S&P Trucost og bygger på anbefalinger fra TCFD, PCAF og IFRS S2.

⁴³ Responsible Investment Government Pension Fund Global, 2024, NBIM; Procedure: Measuring Climate Risk, NBIM; Memo: Climate Scenario Work Methodology, NBIM.

⁴⁴ Scorene inkluderer data fra flere tredjepartsleverandører og bruker KI og maskinlæring til å hente ut ytterligere data fra offentlige rapporter, som gir sammenlignbare måltall på tvers av selskaper.

⁴⁵ Procedure: Measuring Climate Risk, NBIM.

⁴⁶ Climate Risk Framework, Real Estate, NBIM.

⁴⁷ Carbon Risk Real Estate Monitor (CRREM) har utviklet 1,5 °C-dekarboniseringsbaner.

⁴⁸ Responsible Investment Government Pension Fund Global, 2024, NBIM; Climate and Nature Disclosures, 2024, NBIM; Climate Risk Framework – Real Assets, NBIM.

⁴⁹ Climate and Nature Disclosures, 2024, NBIM.

⁵⁰ Responsible Investment Government Pension Fund Global, 2024, NBIM. Climate and Nature Disclosures, 2024, NBIM.

⁵¹ Climate Risk Framework – Real Assets, NBIM.

I intervjuer og rapportering vises det til at mangelfull eller utilstrekkelig rapportering av klima- og utslippsdata fra selskapene påvirker presisjon og sammenlignbarhet i overvåkningsarbeidet.⁵² NBIM arbeider aktivt for å forbedre datagrunnlaget i markedet gjennom deltakelse i utviklingen av internasjonale rapporteringsrammeverk og dialog med regulatorer, blant annet om ISSB og europeiske regler som CSRD, for å legge til rette for mer sammenlignbar og tilgjengelig informasjon fremover.^{53,54}

4.2.1 Kompleksitet og utfordringer i metoder og verktøy for å følge opp klimarisiko

Bruken av scenarioer og modeller i NBIMs analyser er noe fragmentert. NBIM anvender et bredt spekter av scenarioer i sine klimarisikoanalyser og det benyttes ulike modeller fra forskjellige leverandører til å vurdere klimarisiko. Disse brukes noe ulikt for ulike aktivaklasser, og det er ikke en helt enhetlig bruk av scenarioer på tvers av porteføljen. Analysene dekker i varierende grad fysisk risiko og overgangsrisiko. Bruk av forskjellige modeller og scenarioer kan gi verdifull innsikt i risikofaktorer sett fra ulike vinkler. Samtidig kan den fragmenterte tilnærmingen skape utfordringer for risikostyringen ettersom den gjør det vanskeligere å aggregere klimarisiko på tvers av aktivaklasser for å få et helhetlig bilde av fondets totale eksponering. Videre kompliserer det sammenligningen av klimarisiko med andre risikotyper, og håndteringen av korrelasjoner mellom ulike former for klimarisiko.

Som følge av at de kvantitative modellene er preget av kompleksitet og usikkerhet er det nødvendig å supplere modellresultatene med kvalitative vurderinger. Mange selskaper har mangelfull eller utilstrekkelig rapportering, og det er krevende å skille ut hva som er vesentlig informasjon. Tilgang til pålitelig, relevant og oppdatert klimadata er derfor en utfordring, noe som påvirker kvaliteten på risikovurderingene og beslutningsgrunnlaget. Dette er utfordringer som gjelder generelt på klimarisikofeltet, og er ikke unikt for NBIM.

4.2.2 Overgangsrisiko og fysisk risiko

NBIM har i likhet med de fleste aktører i bransjen primært jobbet med overgangsrisiko fremfor fysisk klimarisiko. NBIM vektlegger særlig karbonrisiko, det vil si overgangsrisiko knyttet til et selskaps karbonutslipp, i scenarioanalyser og dialog med selskaper. Dette er blant annet basert på at det finnes tilgjengelige og standardiserte data på karbonutslipp, noe som gir et godt grunnlag for analyser og beslutninger. Det forventes at overgangsrisiko i større grad enn fysisk klimarisiko kan påvirke finansiell avkastning vesentlig på kortere sikt.⁵⁵ I tillegg vil tiltak som reduserer karbonrisiko og utslippsintensitet i porteføljen også redusere fysiske risikoer som kan påvirke for porteføljen på sikt.

I intervjuer beskrives fysisk klimarisiko som et umodent område, både i NBIM og i bransjen for øvrig. I dag analyseres kun deler av porteføljen (eiendomsporteføljen) systematisk for fysisk risiko, noe som kan medføre at denne ikke fullt ut adresseres.

⁵² Guideline: ESG Risk management, NBIM.

⁵³ Responsible investment 2024, NBIM. Climate and Nature Disclosures, 2024, NBIM.

⁵⁴ NBIMs aktiviteter innen standardsetting er nærmere omtalt i kapittel 4.3.5.

⁵⁵ Fysisk klimarisiko vil også kunne treffe på kort sikt og vi ser dette allerede i dag, men det forventes at den vil øke betydelig de kommende tiårene.

4.3 Tiltak for håndtering av klimarisiko

4.3.1 Eierskapsutøvelse

Aktivt eierskap og dialog med selskaper fremheves som NBIMs viktigste virkemiddel for å håndtere klimarisiko i forvaltning av fondet.⁵⁶ Oppfølgingen skjer gjennom dialog med selskaper på NBIMs «fokusliste», samt gjennom møter på styrenivå og ved å utøve stemmeretten på generalforsamlinger.

Forventningsdokumentet knyttet til klima danner grunnlaget for NBIMs oppfølging av klimarisiko i eierskapsstyringen. Dokumentet stiller krav om at selskapene skal sette vitenskapsbaserte mål på kort og mellomlang sikt, samt et netto null- utslippsmål innen 2050. I tillegg forventes det at selskapene presenterer troverdige overgangsplaner som dekker Scope 1, Scope 2 og vesentlige Scope 3-utslipp.

Dialog med selskapene i investeringsporteføljen er en sentral del av NBIMs eierskapsutøvelse. Dialogen har som formål å fremme god selskapsstyring, bærekraftige forretningsmodeller og ansvarlig praksis, for å bidra til redusert risiko og økt langsiktig verdiskaping. Dialogene gjennomføres både med selskapenes ledelse og på styrenivå.

En viktig del av dialogarbeidet er knyttet til NBIMs fokusliste over selskaper med høyest klimarisiko. Listen ble utvidet fra 241 selskaper i 2023 til å inkludere 267 selskaper i 2024.⁵⁷ Fokuslisten omfatter selskaper som står for omtrent 70 prosent⁵⁸ av fondets finansierte Scope 1 og Scope 2-utslipp i aksjeporteføljen, samt selskaper med betydelig indirekte klimarisiko og andre selskaper med forhøyet klimarisiko basert på NBIMs egne vurderinger.

I 2024 engasjerte NBIM seg i klimarelaterte temaer med 480 selskaper, som representerte 54 prosent av fondets finansierte utslipp og 31 prosent av aksjeporteføljens markedsverdi.⁵⁹ For en undergruppe av disse, bestående av 141 selskaper, gjennomførte NBIM såkalte «Net Zero Dialogues».⁶⁰

Av årsrapporten for ansvarlig investeringer og intervjuer fremgår det at dialogen med selskaper på fokuslisten særlig omhandler klimamål, overgangsplaner og utslippsreduksjoner. NBIM setter konkrete mål for hver dialog og selskap, basert på selskapenes planer og fremdrift sammenlignet med bransjekolleger. Dialogene starter ofte med å etablere en forståelse av selskapenes klimastrategier og formidle NBIMs generelle forventninger, før det settes mål for konkrete og verdiskapende endringer, som forbedringer i målsettinger, styringsrammer eller rapportering.

Det fremgår av intervjuer at NBIM i dialogene legger størst vekt på selskapenes overgangsrisiko, det vil si deres kontroll og oversikt over utsiktene 5–10 år frem i tid. Neste steg i dialogarbeidet er å styrke fokuset på fysisk klimarisiko, som per i dag anses som et umodent område for mange selskaper.

⁵⁶ Climate Action Plan 2025, NBIM. Climate Action Plan 2030, NBIM. Guideline: Active Ownership Company dialogue, NBIM.

⁵⁷ Climate and Nature Disclosures 2024, NBIM.

⁵⁸ Responsible Investment Government Pension Fund Global, s. 57, 2024, NBIM.

⁵⁹ Climate and nature disclosures 2024, s 47, 2024, NBIM.

⁶⁰ Norges Bank Investment Management, 2024, NBIM. Responsible Investment Government Pension Fund Global 2024, NBIM.

I intervjuer opplyses det at det foregår en løpende dialog mellom området for selskapsstyring og etterlevelse ved eierskapsavdelingen og risikostyringsfunksjonen. Risikostyringsfunksjon overvåker klimarisiko og deler relevant informasjon, slik at eierskapsavdelingen kan iverksette tiltak basert på vurderinger av denne informasjonen. Informasjonen brukes også til å identifisere selskaper med høye utslipp som skal inkluderes i fokuslisten.

I intervjuer bekreftes det at politisk skifte i sentrale markeder kan redusere handlingsrommet for omstilling fremover, noe som kan gjøre eierskapsutøvelsen mer krevende, men samtidig viktigere for å redusere fondets klimarisiko.

NBIM utøver sine aksjonærrettigheter ved å **stemme under generalforsamlinger** i porteføljeselskaper. Stemmeretten benyttes særlig dersom dialogen ikke fører til tilfredsstillende fremgang innen klima.

Aksjonærforslag fra NBIM brukes for å fremme konkrete forslag til selskaper med mål om å påvirke styring, bærekraft eller andre vesentlige forhold. Forslagene vurderes individuelt med hensyn til økonomiske og omdømmemessige konsekvenser, og gjennomgår en risikovurdering i tråd med NBIMs operasjonelle risikorammeverk, med innspill fra juridisk og compliance-avdeling. Chief Governance and Compliance Officer (CGCO) har myndighet til å fatte endelige stemmebeslutninger i saker som eskaleres.⁶¹

NBIM har utarbeidet prinsipper for stemmegivning Tabell 2 oppstiller prinsipper med relevans for klimarisiko.

⁶¹ Guideline: Voting at shareholder meetings, NBIM.

Tabell 2: Prinsipper for stemmegivning knyttet til klima (Deloitte sammenstilling)⁶²

Prinsipp	Beskrivelse
Langsiktig verdiskaping og risikoreduksjon	Stemmer for å fremme langsiktig økonomisk ytelse og redusere finansielle risikoer knyttet til klima og bærekraft.
Støtte til styret med forbehold	Normalt støtte styrets forslag, men trekker støtte hvis styret ikke opererer effektivt eller ikke ivaretar aksjonærrettigheter, herunder i klimaspørsmål.
Krav til åpenhet og rapportering	Støtter forslag som krever rimelig og relevant klimadokumentasjon, inkludert styring, strategi og risikovurdering.
Styrets ansvar og sammensetning	Krever et effektivt, uavhengig styre med relevant kompetanse og ansvarlighet i klimarelaterte spørsmål.
Gjenvalg av styreleder og styre	Vil ikke støtte gjenvalg av styreleder, eller hele styret, dersom selskapet har hatt vesentlige mangler i tilsyn, styring eller rapportering av klimarisiko.
Støtte til aksjonærforslag knyttet til bærekraftsrapportering	Støtter aksjonærforslag som krever rimelig og relevant bærekraftsrapportering og utvikling av tiltak ved vesentlige risikoer. Støtter ikke forslag som er for detaljerte, urealistiske eller som overstyrer styrets ansvar.
Klimaplaner	Støtter ikke forslag om klimatransisjonsplaner ('Say on Climate') som ikke oppfyller NBIMs kjerneforventninger.

Det er et uttalt mål at NBIM skal sikre forutsigbarhet i sin stemmegivning ved å sikre at selskapene forstår begrunnelsen bak deres stemmevalg. NBIMs retningslinjer for stemmegivning er offentlig tilgjengelige på deres nettside. For å bidra til åpenhet publiserer NBIM sine stemmebeslutninger på nettet fem dager før generalforsamlingen,⁶³ og i tilfeller hvor NBIM stemmer mot styrets anbefaling, skal det gis en tydelig begrunnelse.⁶⁴ NBIM kommer med en offentlig begrunnelse når fondet stemmer *mot* bærekraftrelaterte aksjonærforslag.⁶⁵ 2024 stemte NBIM for ca. en tredjedel av 114 aksjonærforslag knyttet til klima, og fremmet selv tre aksjonærforslag knyttet til dette temaet. Videre stemte NBIM mot gjenvalg av 96 styremedlemmer i 23 selskaper som ble

⁶² Basert på NBIs *Global Voting Guidelines*. Tilgjengelig på: <https://www.nbim.no/en/responsible-investment/voting/global-voting-guidelines/>

⁶³ NBIMs stemmeinstrukser publiseres kontinuerlig på nbim.no fem dager før generalforsamlinger, forutsatt at nødvendig informasjon foreligger for å fatte en informert beslutning.

⁶⁴ Norges Bank Investment Management, 2024, NBIM; *Global Voting Guidelines*. Tilgjengelig på: <https://www.nbim.no/en/responsible-investment/voting/global-voting-guidelines/>

⁶⁵ NBIM. *Våre aktsomhetsvurderinger*. Tilgjengelig på: <https://www.nbim.no/no/ansvarlig-forvaltning/vare-aktsomhetsvurderinger/#:~:text=Vi%20kommer%20med%20en%20offentlig%20begrunnelse%20n%C3%A5r%20vi,vurderer%20risiko%20og%20har%20jevnlig%20dialog%20med%20interessenter.>

identifisert med mangelfull håndtering av klimarisiko.⁶⁶ Det fremgår at NBIM stemte mot mange forslag som ble vurdert som unødvendig detaljerte, for eksempel krav om vedtektsendringer for produksjon av fornybar energi eller årlige avstemninger om selskapenes klimaplaner.⁶⁷

I en analyse utført av interesseorganisasjonen Framtiden i våre hender er NBIMs stemmegivning i klimarelaterte aksjonærforslag i første halvår 2024 gjennomgått.⁶⁸ Resultatene viste at NBIM i 17 av 21 gjennomgåtte saker, stemte i tråd med selskapenes styre, og dermed mot forslag som hadde til hensikt å styrke klimaansvar eller forbedre klimadokumentasjon. Samtidig stemte flere andre store institusjonelle investorer, herunder DNB, Storebrand, KLP og Amundi, i større grad for disse forslagene.⁶⁹

I NBIMs kommentar til rapporten fra Framtiden i våre hender,⁷⁰ påpekes det at de utvalgte 21 sakene kun utgjør en mindre andel av de over 100 sakene der NBIM har stemt over klimarelaterte aksjonærforslag. Videre vises det til at NBIM går grundig gjennom hvert forslag, og det er som regel to grunner til at de noen ganger stemmer imot: enten fordi forslagene er vurdert som for detaljstyrende, eller fordi selskapene allerede omstiller seg i tråd med NBIMs forventninger.

I intervjuer vises det også til at stemmegivning og aksjonærforslag må vurderes basert på et rimelighetshensyn. Dette er også beskrevet i rapporten *Our voting: First half 2025*, der det fremgår at hvert aksjonærforslag vurderes individuelt med fokus på om de er i tråd med fondets prinsipper og bidrar til langsiktig verdiskaping. Vurderingen bygger på et rammeverk i tre trinn som evaluerer sakens vesentlighet for selskapet, hvor detaljstyrende forslaget er, og dets omfang, inkludert eventuelle konkrete tiltak selskapet allerede har iverksatt.⁷¹

4.3.2 Kapitalforvaltning

I den operative forvaltningen er **porteføljeforvaltere pålagt å vurdere bærekraft**, og å integrere klimarisiko i sine analyser og beslutninger. Porteføljeforvaltere har betydelig handlingsrom innenfor sine delegerte mandater til å integrere og håndtere klimarisiko i investeringsbeslutningene. Det er ikke fastsatt føringer for hvordan klimarisiko skal vurderes eller dokumenteres av den enkelte forvalter, eller hvordan dette hensynet skal vektas opp mot andre hensyn. Det er heller ikke fastsatt føringer for når klimarisikoen er for høy til at NBIM kan være investert i selskapet.

⁶⁶ NBIM. *Climate and nature disclosures 2024*, s. 13 og 50-51. Av rapporten fremkommer det at NBIM i stemte mot 96 styremedlemmer i 25 selskaper (hvorav 23 gjaldt klima og to natur), ut av totalt 76 selskaper som ble identifisert med mangelfull håndtering av klima- eller naturrisiko.

⁶⁷ *Climate and nature disclosures 2024*, s. 50-51, NBIM

⁶⁸ Rapporten omfatter 21 klimarelaterte aksjonærforslag som er identifisert som vesentlige av klima- og ansvarlighetsorganisasjoner som Climate Action 100+, Reclaim Finance og ShareAction. Framtiden i våre hender (2024). Oil Fund Vote Watch: Climate H1 2024 – Norges Bank Investment Management voting on climate resolutions. Tilgjengelig [her](#).

⁶⁹ Et eksempel som fremheves i rapporten, er NBIMs stemmegivning ved Shells generalforsamling i 2024. NBIM stemte mot et aksjonærforslag om at selskapet skulle justere sine mellomlangsigtede utslippsmål for klimagasser fra bruk av energiprodukter (Scope 3) i tråd med Parisavtalens mål om å begrense global oppvarming til under 2 °C, med sikte på 1,5 °C. Shells styre mente at resolusjonen var uklar, juridisk bindende på en måte som skaper forvirring om ansvar, og ville ha negativ økonomisk effekt samt svekke energisikkerheten. De fremholder at selskapets eksisterende klimamål og energiomstillingstrategi for 2024 allerede støtter Parisavtalens mål om å begrense global oppvarming til 1,5 °C. [Notice of Annual General Meeting Tuesday May 21, 2024](#)

⁷⁰ *Selvsagt stemmer vi i tråd med egen klimaplan*. Kronikk i Klassekampen 7. november 2024, av Nicolai Tangen (Leder i Oljefondet) og Eivind Fliflet (Leder for miljø i eierskapsavdelingen til Oljefondet).

⁷¹ NBIM. *Our voting: First half 2025*

I intervjuer opplyses det at porteføljeforvaltere vurderer klimarisiko i sammenheng med andre risikoer og investeringsmuligheter, og det legges vekt på sektorforståelse og diversifisering. Klimarisiko er ikke systematisk adressert, men det vises til at dersom overgangsrisiko blir ansett som vesentlig av beslutningstakerne vil det være naturlig å hensynta dette. Samtidig vises det til at store selskaper med betydelig klimarisiko ikke kan selges ut uten videre, og at eierskapsutøvelse derfor er nødvendig for å påvirke omstilling.

Av intervjuer fremgår det at risikostyringsfunksjonen ikke følger opp spesifikt hvordan hensynet til ESG-risiko ivaretas hos de enkelte porteføljeforvalterne. Det vises til at dette ivaretas i linjen i de enkelte avdelingene, og at det uansett ikke vil være slik at en enkelt forvalter vil pådra SPU en uakseptabel klimarisiko.

For eksterne forvaltere baseres oppfølgingen i dag på kvalitative ESG-spørreskjemaer som ikke har spesifikke henvisninger til klimarisiko.

Risikobaserte nedsalg er finansielle beslutninger som benyttes for å redusere eksponering mot selskaper med uakseptabel risiko, benyttes som siste utvei når andre tiltak ikke gir ønsket effekt eller vurderes som lite hensiktsmessige.⁷² Disse nedsalgene gjelder i hovedsak selskaper som enkeltvis står for en veldig liten andel av porteføljens samlede verdi. Navnene på selskapene som omfattes av risikobaserte nedsalg offentliggjøres ikke, i tråd med andre investeringsbeslutninger som NBIM tar, men en fullstendig beholdningsliste publiseres hvert halvår. Det opplyses i intervjuer at større selskaper med betydelig klimarisiko håndteres gjennom eierskapsstyringen.

Ved årsslutt 2024 hadde NBIM tatt 575 beslutninger om risikobaserte nedsalg. I 2024 ble det gjennomført 49 nedsalg, hvorav 27 gjaldt selskaper nylig inkludert i referanseindeksen, basert på høy bærekraftsrisiko, inkludert klimarisiko.⁷³ Samtidig ble 16 tidligere nedsalg reversert etter at selskapene viste forbedringer.

I praksis gjennomføres det få risikobaserte nedsalg basert på klimarisiko. NBIM opplyser av fem av nedsalgene i 2024 var knyttet til høy risiko relatert til utslipp av drivhusgasser, inkludert kullgruvedrift og kullkraftproduksjon. Det er ikke etablert konkrete kriterier for hvilken klimarisiko som gir grunnlag for å beslutte risikobaserte nedsalg. Deloitte har i forbindelse med undersøkelsen fått tilgang til noe av dokumentasjonen som inneholder begrunnelsen for nedsalgene. I alle de fem tilfellene er selskapene knyttet til kullproduksjon, og nedsalget knyttes til at selskapene er i fare for å bryte med retningslinjene for observasjon og utelukkelse når det gjelder kullproduksjon. Terskelen for hva som er akseptabel klimarisiko fra et finansielt perspektiv synes derfor å baseres primært på hva som er vurdert å være i samsvar med de etiske retningslinjene og tilhørende terskelverdier for kullproduksjon.

4.3.3 Standardsetting og markedsengasjement

NBIM deltar aktivt i utviklingen av internasjonale standarder for bærekraft og selskapsstyring. Målet er å redusere systemisk klimarisiko i markedet og arbeide for en

⁷² Responsible Investment Government Pension Fund Global, 2024, NBIM; Guideline:Universe Adjustments, NBIM

⁷³ Av nedsalgene i 2024 var fem knyttet til klimaendringer, særlig høy risiko relatert til drivhusgassutslipp, inkludert kullgruvedrift og kullkraftproduksjon. Tre nedsalg gjaldt utilstrekkelig håndtering av vannrisiko, og to var relatert til tap av biologisk mangfold og økosystemer.

ordnet overgang til netto nullutslipp.⁷⁴ Dette inkluderer arbeid med reguleringer, børsnoteringskrav («listing requirements»), «codes of best practice» og normer både innenfor og på tvers av markeder.

NBIM deltar i utviklingen av globale prinsipper og standarder, og samhandler med internasjonale organisasjoner, finansmarkedsregulatorer, børser, nasjonale selskapsstyringskoder, bransjeorganisasjoner og andre relevante markedsaktører for å fremme markedsforhold og bærekraftige forretningsmodeller som kan påvirke fondets investeringer.⁷⁵

NBIM følger og bidrar til utviklingen av globale standarder og rammeverk som IFRS S2 og TCFD⁷⁶. NBIM har støttet utviklingen av IFRS Climate-related Disclosure Standard som global basis for rapportering av finansiell materiell klimarisiko. Banken har tatt til orde for at denne standarden skal implementeres i 16 jurisdiksjoner.⁷⁷

Gjennom sitt arbeid med standardsetting søker NBIM å bidra til økt transparens, bedre datakvalitet og mer sammenlignbar rapportering for å kunne identifisere, vurdere og håndtere klimarisiko effektivt både i egen portefølje og i markedet som helhet. Det opplyses i intervju at dette markedsengasjementet er en viktig del av NBIMs strategi for å redusere systemisk klimarisiko og fremme en bærekraftig utvikling i finansmarkedene globalt.

4.3.4 Observasjon og utelukkelse av selskaper etter etiske hensyn

Norges Bank kunne frem til november 2025 fatte beslutning om observasjon og utelukkelse av selskaper av etiske hensyn.⁷⁸ Beslutningene var basert på spesifikke kriterier, som inkluderte «klimakriteriet»⁷⁹ og «kullkriteriet»⁸⁰ (se kapittel 3.3.2).

Tabellen nedenfor gir en oversikt over utelukkelse og observasjoner fattet på grunnlag av kull- og klimakriteriet i perioden 2016–2024. Beslutningene ble truffet i henhold til tidligere Retningslinjer for observasjon og utelukkelse.

⁷⁴ Financial Stability Report, 2021, NBIM. Climate and Nature Disclosures, 2024, NBIM

⁷⁵ Principles for responsible investment, NBIM.

⁷⁶ Taskforce for Climate-related Financial Disclosures, NBIM. Climate and Nature Disclosures, 2024, NBIM.

⁷⁷ Climate Action Plan 2030, NBIM.

⁷⁸ I november 2025 inntrådte nye Midlertidige etiske retningslinjer for Statens pensjonsfond utland i kraft. Disse erstatter Retningslinjer for observasjon og utelukkelse av selskaper fra Statens pensjonsfond utland, F18.12.2014 nr 1793. I de midlertidige retningslinjene er formuleringene om at kriteriene kan benyttes til å beslutte observasjon og utelukkelse, erstattet med at kriteriene kan benyttes for å identifisere om selskaper for *mulig eierskapsutøvelse*.

⁷⁹ Kriteriet er knyttet til om det er en uakseptabel risiko for at selskapet medvirker til eller er ansvarlig for «handlinger eller unnlatelser som på et aggregert selskapsnivå i uakseptabel grad fører til utslipp av klimagasser».

⁸⁰ Kriteriet omfatter gruveselskaper og kraftprodusenter skal identifiseres for mulig eierskapsutøvelse ut fra om de 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.

Tabell 3: Beslutninger om observasjon og utelukkelse i henhold til kullkriteriet og klimakriteriet i perioden 2016-2025.

År	Kullkriteriet		Klimakriteriet	
	Utelukkelse	Observasjoner	Utelukkelse	Observasjoner
2016	49	5	0	0
2017	9	1	0	0
2018	2	2	0	0
2019	2	0	0	0
2020	3	2	4	0
2021	0	0	0	0
2022	0	0	0	0
2023	0	0	0	0
2024	0	0	0	0
2025	0	1	0	0
Totalt	65	11	4	0

Som tabellen viser, er kun fire selskaper utelukket etter klimakriteriet, alle i 2020, mens totalt 65 selskaper er utelukket etter kullkriteriet. De fire selskapene som er utelukket etter klimakriteriet er knyttet til oljesandproduksjon. Vurderinger etter det adferdsbaserte klimakriteriet er skjønnsmessige og det er ikke operasjonalisert konkrete kriterier eller terskelverdier knyttet til kriteriet. Basert på avgjørelsene som har blitt gjort under dette kriteriet er terskelen for hva som anses å utgjøre en ikke-etisk forsvarlig investering knyttet til klima dermed i praksis knyttet til oljesandproduksjon.

I intervjuer vises det til at de første anbefalingene fra Etikkrådet etter klimakriteriet krevde omfattende vurderinger. Dette skyldtes blant annet at selskaper som opererer under strenge klimapolitikkregimer, ikke kan ekskluderes, da de anses som en del av en overordnet politisk løsning. Videre er mange av selskapene med høyest utslipp allerede utelukket på grunn av kullkriteriet, som har absolutte terskelverdier som ligger til grunn for vurderingen.

Norges Bank har etablert en prosess for vurderinger av råd fra Etikkrådet, som beskrevet i intern retningslinje.⁸¹ Vurderinger etter kullkriteriet ligger i hovedsak til risikofunksjonen, mens Governance and Compliance har ansvar for å gjøre vurderinger etter klimakriteriet. Tabellen nedenfor gir oversikt roller og ansvar, basert på retningslinjen.⁸²

Tabell 4: Roller og ansvar knyttet til beslutninger om observasjon og utelukkelse jf. tidligere etiske retningslinjer

Enhet / forum	Rolle og ansvar knyttet til observasjon og utelukkelse
Ledergruppens investeringsmøte	Diskuterer anbefalinger basert på Etikkrådets råd og gir råd til administrerende direktør før videre behandling i eierskapsutvalget og hovedstyret.
Chief Governance and Compliance Officer	Ansvarlig for observasjon, utelukkelse og eierskapsutøvelse, godkjenner notater basert på Etikkrådets anbefalinger og gir anbefalinger under klimakriteriet.
Chief Risk Officer	Gir anbefalinger under kullkriteriet og har ansvar for implementeringen.
Governance and Compliance	Koordinerer kontakt med Etikkrådet, utarbeider notater for ledergruppen og hovedstyret og utøver eierskapsrettigheter. Gir anbefalinger til hovedstyret om observasjon, utelukkelse og tilbakekalling under klimakriteriet.
Investment Risk (Risk Monitoring)	Utarbeider anbefalinger til hovedstyret om observasjon, utelukkelse og tilbakekalling under kullkriteriet, iverksetter prosedyrer knyttet til beslutninger og analyserer finansielle og risikomessige konsekvenser.

Etter at Norges Bank i 2022 fikk myndighet til å fatte beslutninger om utelukkelse etter klimakriteriet på eget initiativ, har banken i praksis overtatt ansvaret for håndteringen av klimakriteriet. Etter dette fulgte Etikkrådet fortsatt opp selskaper som allerede var utelukket under klimakriteriet, men utredet ikke nye saker.⁸³

I intervjuer vises det til at Norges Bank anses som bedre egnet til å håndtere klimakriteriet, særlig på grunn av tilgang til data og verktøy knyttet til klimarisiko. Det blir også opplyst at en viktig begrunnelse for at banken fikk initiativrett på dette området, var det antatte store overlappet mellom selskap som var relevante for eierskapsdialog knyttet til klima og selskap som var omfattet av klimakriteriet. Det vises til at det i denne sammenheng ble understreket at verktøyene skulle sees i sammenheng, og at eierskap kunne prøves først.

⁸¹ Observation and exclusion of companies from the Government Pension Fund Global, NBIM

⁸² Guideline: Observation and exclusion of companies from the Government Pension Fund Global, NBIM. Fordeling av roller og Ansvar, samt beslutningsprosess for å vurdere observasjon og utelukkelse, vil redegjøres nærmere for i endelig rapport.

⁸³ I 2022 ble retningslinjene endret slik, uten forutgående tilrådning fra Etikkrådet..

Etter at Norges Bank overtok ansvaret for klimakriteriet har de ikke formelt vurdert eller besluttet utelukkelse av noen selskaper basert på klimakriteriet. Det opplyses at Norges Bank imidlertid jobber kontinuerlig med overvåking av selskaper under dette kriteriet.

Intervjuede i både Norges Bank og Etikkrådets sekretariat fremhever at det er utfordrende å fastsette når et selskap har uakseptable klimautslipp på aggregert nivå, noe som gjør anvendelsen av klimakriteriet vanskelig. Kullkriteriet vurderes som mer konkret og håndterbart på grunn av klare terskelverdier. Det vises også til utfordringer med å sikre rettfærdige vurderinger mellom selskaper innen samme sektor.

Videre fremheves det at det er et betydelig sammenfall mellom kriteriene i de etiske retningslinjene og klimarelatert finansiell risiko. Det vises til at NBIM på tidspunktet for denne undersøkelsen aktivt arbeidet med å adressere selskaper med de største absolutte og relative utslippene i porteføljen gjennom eierskapsutøvelse og risikobaserte nedsalg.⁸⁴

4.3.5 Dagens virkemidler dekker ikke alle selskapene i porteføljen

Som beskrevet over har NBIM etablert ulike mekanismer for å håndtere klimarisiko i fondets portefølje, herunder en klimafokusliste som benyttes i eierskapsutøvelsen og risikobaserte nedsalg. I tillegg har etiske utelukkelse bidratt til å redusere klimarisiko i porteføljen. Samtidig er det selskap med potensiell betydelig klimarisiko som ikke fanges opp gjennom disse virkemidlene.

NBIMs klimafokusliste omfattet 267 selskaper i 2024, som representerer 54 prosent av fondets finansierte utslipp. Listen er dermed konsentrert om selskaper med høyest rapporterte utslipp. Dette innebærer at selskaper med betydelige utslipp som faller utenfor fokuslisten, ikke blir gjenstand for den samme systematiske oppfølgingen. Videre er listen primært rettet mot karbonrisiko (overgangsrisiko), og fanger i liten grad opp selskaper som er utsatt for høy fysisk klimarisiko.

Risikobaserte nedsalg er finansielle beslutninger rettet mot selskaper med høy klima- og bærekraftsrisiko. I 2024 ble det gjennomført fem nedsalg begrunnet i klima i 2024.⁸⁵ Det ble heller ikke gjort nye utelukkelse i henhold til kull- eller klimakriteriene etter de etiske retningslinjene for SPU i 2024. Omfanget av både risikobaserte nedsalg og etiske utelukkelse knyttet til klima er derfor begrenset.

Samlet sett innebærer dette at en betydelig andel av selskapene i fondets portefølje verken inngår i klimafokuslisten, er gjenstand for vurdering av risikobaserte nedsalg eller omfattes av etiske utelukkelse knyttet til klima.

4.4 Rapportering

4.4.1 Offentlig rapportering

I henhold til mandatet for SPU, skal Norges Bank årlig rapportere om, og redegjøre særskilt for, arbeidet med ansvarlig forvaltning. Rapporteringen skal blant annet

⁸⁴ Datainnsamling for denne undersøkelsen ble gjennomført før de midlertidige etiske retningslinjene trådte i kraft. Anvendelsen av de midlertidige etiske retningslinjene, der kriteriene skal anvendes for å identifisere selskap med sikte på mulig eierskapsutøvelse, er dermed ikke undersøkt.

⁸⁵ Det er truffet 575 beslutninger om nedsalg siden 2012, hvor av 49 i 2024. I 2024 var 5 nedsalg relatert til temaet klimaendringer.

inkludere virkemidler og virkningen av eierskapsarbeidet. Klimarisiko skal belyses særskilt, herunder gjennomføring av stresstester, vurdering av selskapers fremtidige utslippsbaner, samt analyse av eksponering mot klima- og miljørelaterte aktiviteter.⁸⁶

Den årlige rapporten *Climate and Nature Disclosures* skal svare eksplisitt på krav til rapportering fastsatt i mandatet for SPU fastsatt av Finansdepartementet.⁸⁷ Rapporten inneholder rapportering på resultatbaserte og aktivitetsbaserte indikatorer. Tabellen nedenfor gir oversikt over indikatorer som fremgår av rapporten.

Tabell 5: Oversikt over indikatorer i Norges Banks offentlige rapportering på klima og klimarisiko (Deloitte sammenstilling)⁸⁸

	Indikatorer for klima og klimarisiko i NBIMs rapportering
Resultatbaserte indikatorer	Finanserte utslipp (Scope 1 og 2)
	Finanserte utslipp (Scope 3)
	Andel finansierte utslipp dekket av netto null-mål (Scope 1 og 2)
	Andel av aksjeporteføljen investert i klimavennlige løsninger
	Implikert temperaturøkning (ITR) for aksjeporteføljen
	Andel av eiendomsporteføljen i tråd med 1,5 °C-bane
	Gjennomsnittlig klimaforventningsscore for selskaper
	Reduksjon i karbonintensitet i eiendomsporteføljen
	Finansierte utslipp for fondet nedgang siden 2018
	Finansierte utslipp for aksjer nedgang siden 2018
	Vektet gjennomsnittlig karbonintensitet (WACI) aksjer
	Vektet gjennomsnittlig karbonintensitet (WACI) obligasjoner
	Estimert porteføljeverditap ved 1,5 °C scenario
Aktivitetsbaserte indikatorer	Antall selskaper engasjert i klimadialoger
	Antall selskaper i dybde-dialog om netto null
	Antall klimarelaterte aksjonærforslag støttet
	Antall selskaper på klimafokusliste

⁸⁶ Jf. Mandat for forvaltningen av Statens pensjonsfond utland. § 6.1 (4) g. Rapporteringen skal være hensiktsmessig og bygge på og følge utviklingen av internasjonalt anerkjente standarder og metoder. Rapporteringen skal forankres i hovedstyret.

⁸⁷ Rapporten er videre tilpasset internasjonalt anerkjente standarder, og metoder for måling, håndtering og rapportering av klimarisiko, blant annet anbefalingene fra Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD) og Taskforce on Nature-related Financial Disclosures (TNFD).

⁸⁸ Norges Bank Investment Management, Climate risk disclosures 2023; Government Pension Fund Global, 2023, NBIM

	Fornybar energi kapasitet investert
	Antall klimarelaterte risikobaserte nedsalg
	Antall møter med Climate Advisory Board

Rapporteringen er i hovedsak konsentrert om aktiviteter og eksponeringer, som utslippsdata og antallet selskapsdialoger. Mens den finansielle effekten av risikobaserte nedsalg belyses, gjelder dette i mindre grad den faktiske virkningen aktivitetene har på å redusere klimarisiko og utslipp i porteføljen. I NBIMs rapportering fremheves det at det eksisterer betydelige utfordringer knyttet til å vurdere hvor effektive investorers eierskapsutøvelse faktisk er.⁸⁹ Det understrekes at NBIM vil benytte avansert teknologi, som kunstig intelligens (KI), for å forbedre analysekapasiteten og evalueringen av tiltakene. Videre pågår det flere forskningsprosjekter i samarbeid med akademiske institusjoner og andre aktører for å utvikle mer presise metoder for å måle effekten av eierskapsutøvelse.

I forbindelse med avslutning av klimaplanen for 2025, gjennomførte NBIM en analyse av effekten av sin eierskapsutøvelse.⁹⁰ Evalueringen bygger på tre ulike tilnærminger for å måle effekten av dialogen med selskapene med følgende resultater:

- **Kvalitet og frekvens i eierskapsdialogen:** Andelen selskapsmøter hvor klima var tema, økte fra 7 prosent i 2015 til over 20 prosent i 2024. Analysen indikerer videre en bedring av kvaliteten på eierskapsdialogen.⁹¹
- **Vurderte effekter basert på egne mål:** Bankens egenrapportering viser høy måloppnåelse når det gjelder å formidle forventninger og innhente informasjon (60–83 prosent). Måloppnåelsen er imidlertid lavere for mål som innebærer direkte påvirkning på selskapers policy eller adferd (22–26 prosent).
- **Betydning for selskapers fastsettelse av netto-nullmål:** En komparativ analyse viser at 17 prosent av selskapene NBIM hadde en aktiv dialog med, satte seg netto-nullmål. Til sammenligning var andelen 2–7 prosent i kontrollgrupper med selskaper som ikke var gjenstand for tilsvarende dialog. Det presiseres at metodiske begrensninger gjør at det ikke kan konkluderes med at det er en kausalitet mellom eierskapsutøvelsen og klimamål.

NBIM har også vurdert effekten av risikobaserte nedsalg. Av årsrapporten for ansvarlig investering, fremgår det at risikobaserte nedsalg begrunnet i klimaendringer har økt den samlede avkastningen på aksjeforvaltningen med 0,30 prosentpoeng siden 2012.⁹²

⁸⁹ NBIM tok opp dette blant annet på OECD Forum on Green Finance and Investment i Paris i 2024. Norges Bank Investment Management, Responsible investment Government Pension Fund Global 2024, 2024.

⁹⁰ NBIM. 2025 Climate Action Plan Close Out: Engagement Effectiveness. Oktober 2025.

⁹¹ Analysen er basert på KI.

⁹² NBIM. Responsible Investment 2024. s. 50-51.

4.4.2 Risikorapportering internt

Det rapporteres og presenteres kvartalsvis klimarisiko på NBIMs *Investment Risk Quarterly Forum*. I denne gjennomgangen blir WACI⁹³, finansierte utslipp⁹⁴, WANCII⁹⁵, og fremoverskuende tall⁹⁶ (ITR, CVaR, og WACI sensitivitetstester) for kvartalet presentert. Basert på presentasjonen Quarterly Risk Forum (ikke offentlig) er det begrenset med innføring i hvordan de ulike resultatene fra verktøyene nevnt påvirker porteføljen eller får av videre vurdering og oppfølging på porteføljen.

Porteføljeforvaltere rapporterer to ganger i året til Chief Investment Officers (CIO) hvor de avlegger en oppdatering på sin portefølje. Tema for disse gjennomgangene er resultater, utvikling og prioriteringer i porteføljen, hvor klimarisiko kan være et agendapunkt hvis det anses som aktuelt for den enkelte porteføljeforvalter eller portefølje.

⁹³ WACI (Weighted Average Carbon Intensity) er et mål som brukes for å vurdere karbonavtrykket til en portefølje av investeringer. Høy WACI indikerer større eksponering mot karbonintensive sektorer, som kan medføre høyere regulatorisk, markeds- og fysisk klimarisiko.

⁹⁴ Finansierte utslipp: Et mål på hvor mye klimagassutslipp en finansinstitusjon indirekte bidrar til gjennom sin utlåns- og investeringsportefølje. En høy andel finansierte utslipp kan indikere at institusjonen er tungt eksponert mot karbonintensive sektorer, noe som kan medføre flere typer klimarisiko.

⁹⁵ WANCII (Weighted Average Net Carbon Intensity Indicator) er en videreutvikling eller variant av karbonintensitetsmålinger som tar hensyn til netto karbonintensitet i en portefølje eller virksomhet. Formålet med WANCII er å gi et mer presist bilde av den faktiske karbonintensiteten, etter at tiltak for å redusere eller kompensere utslipp er tatt i betraktning

⁹⁶ ITR (Implied Temperature Rise) gir indikasjon på i hvilken grad porteføljen er eksponert mot selskaper eller sektorer som bidrar til betydelig global oppvarming. CVaR (Climate Value at Risk) brukes for å modellere potensielle økonomiske tap knyttet til klimarelaterte hendelser eller overgangen til lavkarbonøkonomi. WACI sensitivitetstester (Weighted Average Carbon Intensity Sensitivity Tests) analyserer hvordan endringer i karbonintensitet eller porteføljesammensetning påvirker den samlede karbonintensiteten.

5 Hovedfunn og anbefalinger

I dette kapittelet oppsummeres våre hovedfunn, vurderinger og anbefalinger basert på undersøkelsen.

De foregående kapitlene gir en beskrivelse av rammeverk og praksis for håndtering av klimarisiko i forvaltningen av SPU. Undersøkelsen underbygger at klimarisiko er et komplekst fagfelt som er preget av usikkerhet og rask utvikling.

Klimarisiko er en finansiell risiko som kan påvirke verdien av SPUs investeringer. Det følger av mandatet at SPU ikke skal være et virkemiddel i klimapolitikken, og det er heller ikke et mål i seg selv at SPU skal bidra til å redusere klimagassutslipp.

Når Norges Bank likevel legger stor vekt på sitt arbeid med klima i det offentlige ordskiftet kan det forstås som et virkemiddel for å påvirke markeder og selskaper til å prise inn og håndtere klimarisiko, med sikte på en ordnet overgang til et nullutslippssamfunn og at verdier sikres mot konsekvensene av klimaendringer. Norges Bank anerkjenner også at det er etiske aspekter knyttet til klimagassutslipp som må ivaretas i forvaltningen av SPU.

Denne rapporten omhandler klimarisiko som en finansiell risiko for SPU, og i hvilken grad forvaltningen av SPU legger til rette for å håndtere denne risikoen. Rapporten adresserer også den etiske risikoen knyttet til klima. Konklusjonene fra rapporten må leses med dette som utgangspunkt. I dette avsluttende kapittelet trekker vi frem noen hovedfunn fra rapporten.

5.1 Hovedfunn

Norges Bank har etablert et systematisk rammeverk og metodikk for håndtering av klimarisiko i SPU

Undersøkelsen viser at klimarisiko er integrert i fondets risikostyring, med regelmessige stresstester og scenarioanalyser som inkluderer globale temperaturmål i tråd med Parisavtalen. NBIM arbeider systematisk med å utvikle sitt arbeid og benytter verktøy og tilnærminger i å analysere klimarisiko som kan beskrives som beste praksis.

NBIMs arbeid med klimarisiko vektlegger aktivt eierskap og dialog med selskaper med høy klimarisiko som hovedvirkemiddel. Begrunnelsen for dette er at SPU som bredt investert fond vil påvirkes av klimarisiko uavhengig av hvilke selskaper fondet eier, og at selskapenes utslipp ikke nødvendigvis reduseres ved at NBIM selger seg ut eller ned i selskaper med høye utslipp.

Finansiell klimarisiko skiller seg betydelig fra konvensjonell risikostyring fordi den mangler etablert historikk og modeller. Den baseres på fremtidige scenarioer for hendelser vi ikke har observert før, noe som gjør det utfordrende å etablere klare rammer og metoder. NBIM deltar aktivt i utviklingen av internasjonale standarder. Arbeidet og metodene reflekterer etter Deloitte's vurdering en systematisk tilnærming til en kompleks utfordring.

Det vurderes derfor at i Norges Bank oppfyller mandatets krav knyttet til klimarisiko, og at arbeidet i stor grad er i samsvar med anbefalt praksis for bransjen. En detaljert vurdering opp mot kravene i mandatet kan leses i kapittel 5.2

Samtidig viser undersøkelsen rom for forbedring på ulike områder. Dette fremgår av de øvrige hovedfunnene under.

Uten klare føringer for når risikoen er for høy er det utfordrende å integrere klimarisiko i forvaltningen av SPU

Det er ikke etablert konkrete føringer, terskelverdier eller indikatorer som definerer hva som er akseptabel klimarisiko for SPU. Det er heller ikke en omforent kvalitativ forståelse i organisasjonen av hvilket risikonivå fondet skal styre mot, verken på portefølje- eller selskapsnivå. Det er derfor uklart hvordan klimarisiko i praksis påvirker beslutninger knyttet til investeringer og risikoreduserende tiltak.

I intervjuer vises det til at det er stor usikkerhet knyttet til å kvantifisere klimarisiko, noe som gjør det utfordrende å fastsette slike terskler. Samtidig innebærer fraværet av terskelverdier at det kan være uklart hvordan resultatene fra bankens målinger og analyser skal tolkes og omsettes til konkrete beslutninger.

For porteføljeforvaltere kan dette skape usikkerhet om hvor mye vekt klimarisiko skal ha i investeringsbeslutninger, særlig når klimarisiko må veies mot andre hensyn som avkastningsmål og andre typer risiko. Incentivstrukturen for de enkelte forvalterne og funksjonene, som hovedsakelig er knyttet til kort- og mellomlangsiktig avkastning, kan gjøre det vanskelig vurdere hvordan langsiktige klimarisikoer skal vurderes og hensyntas, særlig dersom disse ikke er tilstrekkelig priset inn i markedene.

For risikostyringsfunksjonen kan det være utfordrende å vurdere når klimarisikoen i porteføljen er så høy at det bør iverksettes tiltak. Mangel på felles standarder eller føringer kan føre til ulik praksis, og kan medføre risiko for at eventuelle kortsiktige finansielle gevinster vektes tyngre enn langsiktige finansielle risikoer i enkeltbeslutninger. Tidshorisonten for når klimarisiko gjør seg gjeldende medfører også risiko for at det kan oppstå målkonflikter knyttet til selskaper med høye klimagassutslipp og høy avkastning på kort sikt. Dette er i begrenset grad adressert i styringen.

Undersøkelsen viser at det i praksis gjennomføres svært få risikobaserte nedslag knyttet til klimarisiko, og at forvaltningen i stor grad legger til grunn at klimarisiko er priset inn i markedet. For øvrig baseres risikohåndteringen i stor grad på eierskapsdialog med utgangspunkt i en egen klimafokusliste for selskapene i porteføljen med høyest klimagassutslipp.

Samtidig viser undersøkelsen at en betydelig andel av selskapene i porteføljen verken inngår i klimafokuslisten, er gjenstand for vurdering av risikobaserte nedslag eller omfattes av etiske utelukkelse knyttet til klima. Det er derfor en risiko for at klimarisiko i deler av porteføljen ikke blir identifisert eller håndtert gjennom de etablerte styrings- og oppfølgingsmekanismene.

Det vurderes som positivt at den nye klimahandlingsplanen fra 2025 trekker frem at banken skal prioritere å styrke koblingene mellom investeringsmålene og arbeidet med klimaendringer på tvers av risikostyrings, investerings- og eierskapsfunksjonene i NBIM

Fysisk klimarisiko er bare delvis analysert

Klimarisiko deles gjerne inn i *fysisk risiko*, som omfatter direkte skader og forstyrrelser forårsaket av klimaendringer som ekstremvær, flom, tørke og havnivåstigning, samt *overgangsrisiko*, som oppstår ved endringer i teknologi, markedsforhold og politikk i overgangen til en bærekraftig økonomi.

Norges Bank har i likhet med de fleste aktører i bransjen primært arbeidet med overgangsrisiko, og særlig karbonrisiko knyttet til selskapers klimagassutslipp. Dette er begrunnet med at det finnes tilgjengelige og standardiserte data på karbonutslipp, og at overgangsrisiko forventes å kunne påvirke finansiell avkastning vesentlig på kortere sikt.

Fysisk klimarisiko analyseres systematisk kun for eiendomsporteføljen, hvor det er etablert egne rammeverk med definerte terskelverdier. For øvrige deler av porteføljen er fysisk klimarisiko i mindre grad systematisk analysert. Dette kan medføre at banken ikke fanger opp selskaper og deler av porteføljen som er særlig utsatt for de fysiske konsekvensene av klimaendringer, for eksempel tørke, flom eller ekstremvær.

I intervjuer beskrives fysisk klimarisiko som et umodent område, både i NBIM og i bransjen for øvrig. Banken jobber med å utvikle metoder og verktøy som bedre fanger fysisk klimarisiko.

Det vurderes som positivt at den nye klimahandlingsplanen for 2025-2030 vektlegger økt fokus på fysisk klimarisiko, naturrisiko og klimatilpasning som viktige prioriteringer fremover.

Utfordringer med å måle effekt av tiltak

Undersøkelsen utfordringer knyttet til å kvantifisere og dokumentere konkrete resultater av tiltak knyttet til klimarisiko. NBIM måler og rapporterer i stor grad aktiviteter og eksponeringer knyttet til klimarisiko, herunder utslippsdata og dialog med selskaper. Det rapporteres imidlertid i begrenset grad på den faktiske effekten av disse aktivitetene på reduksjon av klimarisiko og utslipp, og det er ikke etablert et målhierarki som kobler disse aktivitetene til målbare effekter på reduksjon av klimarisiko.

NBIM er oppmerksom på denne utfordringen. I oktober 2025 gjennomførte banken en særskilt analyse av effekten av eierskapsutøvelse, som ga indikasjoner på at dialogen med selskaper har effekt. Blant annet viste analysen at 17 prosent av selskapene NBIM hadde aktiv dialog med, satte seg netto-nullmål, sammenlignet med 2-7 prosent i kontrollgrupper. Det vurderes som positivt at NBIM arbeider videre med å utvikle bedre metoder for effektmåling.

Klimahandlingsplanen adresserer flere av utfordringene

Det vurderes at klimahandlingsplanen til NBIM som ble lagt frem i oktober 2025 adresserer flere av forbedringsområdene som er beskrevet i denne undersøkelsen. Dette gjelder blant annet utvikling av metoder for målinger og scenarioanalyser, strømlinjeforming av innsatsen mellom risikostyringsfunksjonen og eierskapsfunksjonen, økt vekt på fysisk klimarisiko og naturrisiko, integrering av klimarisiko i investeringsbeslutninger og arbeid for å bedre måle effektene av eierskapsarbeidet. Det vurderes at systematisk arbeid på disse områdene vil bidra til å ytterligere styrke Norges Banks arbeid med klimarisiko.

5.2 Vurdering av etterlevelse av bestemmelser i mandatet

Punktene under gir en utdypet vurdering av Norges Banks etterlevelse av sentrale mandatsbestemmelser knyttet til klimarisiko, og svarer ut Finansdepartementets innspill til tilsynsplanen.

Prinsipper for styring og måling av klimarisiko (§3-4): Undersøkelsen viser at Norges Bank har etablert prinsipper for måling og styring av klimarisiko i samsvar med føringer i mandatet. Prinsippene er nedfelt i prinsippene for risikostyring i NBIM, men det kommer ikke eksplisitt fram i prinsippdokumentet at dette svarer ut kravet i mandatet, § 3-4.

Prinsippene er overordnede og gir i liten grad føringer knyttet til hvordan klimarisiko skal styres i forvaltningen av SPU. Det er ikke definert noen risikoappetitt (overordnet nivå av akseptabel risiko), risikotoleranse, resultatmål eller andre indikatorer som setter føringer for hva det skal styres mot og hvordan resultater av målingene skal følges opp eller benyttes i beslutningsprosesser. Dette påvirker hvordan banken ivaretar klimarisiko i sitt operasjonelle arbeid, blant annet gjennom at det ikke er konkrete terskler for når man i forvaltningen tar for mye klimarisiko. Gitt at kravene i mandatets § 3-4 er relativt overordnede vurderes det at Norges Bank oppfyller kravet til å etablere prinsipper for styring og måling av klimarisiko.

Prinsipper for ansvarlig forvaltningsvirksomhet (§ 4-2). Undersøkelsen viser at Norges Bank har fastsatt prinsipper for ansvarlig forvaltningsvirksomhet som er forankret i internasjonalt anerkjente prinsipper og standarder. Det finnes en rekke etablerte standarder og rammeverk knyttet til arbeidet med å drive ansvarlig forretningsvirksomhet, som primært retter seg mot å unngå negativ påvirkning på omverdenen og å bidra til å understøtte bærekraftsmål, eksempelvis UNGP, OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper og UN Global Compact. Når det gjelder håndtering av klimarisiko spesielt er det i mindre grad etablert egne standarder for dette, utover eksempelvis rapporteringsstandarder fra TCFD. Undersøkelsen viser at Norges Bank arbeider i samsvar med disse standardene. Det vurderes derfor at Norges Bank oppfyller kravet til prinsipper for ansvarlig forvaltningsvirksomhet når det gjelder håndtering av klimarisiko.

Søke å fange opp relevant klimarisiko knyttet til de finansielle instrumentene som brukes i forvaltningen og anslå klimarisiko ved ulike metoder (§ 3-4): Undersøkelsen viser at Norges Bank arbeider systematisk for å fange opp klimarisiko knyttet til de finansielle instrumentene som benyttes i forvaltningen. Prosessene for identifisering og vurdering av klimarisiko er basert på et bredt spekter av anerkjente metoder og kilder, inkludert kvantitative analyser som karbonavtrykk, stresstesting og scenarioanalyser, samt kvalitative vurderinger gjennom selskapsdialog. Videre gjennomfører Norges Bank stresstester basert på scenarioer for fremtidig utvikling, inkludert et scenario som er i tråd med global oppvarming på 1,5 grader. Dette er i samsvar med mandatet § 3-4, der det stilles krav til at klimarisiko skal anslås ved hjelp av forskjellige metoder, og at det skal gjennomføres stresstester basert på scenarioer for fremtidig utvikling, inkludert et scenario som er i samsvar med global oppvarming på 1,5 grader.

Basere arbeidet med ansvarlig forvaltningsvirksomhet på et langsiktig mål om at selskapene i investeringsporteføljen innretter virksomheten i tråd med globale netto-nullutslipp og i tråd med Parisavtalen (§ 4-1 (1)): Gjennom klimahandlingsplanen, forventningsdokumentet og virkemidlene som NBIM benytter for

å påvirke selskapene til omstilling i tråd med Paris-avtalen, vurderes det at Norges Bank ivaretar det overordnede kravet i mandatet. Et sentralt verktøy i dag er forventningene om at selskapene i investeringsporteføljen har vitenskapsbaserte mål basert på estimerte kutt i tråd med Paris-avtalen.

Årlig rapportering og særskilt redegjørelse for arbeidet med ansvarlig forvaltning, herunder bruk av virkemidler og virkningen av eierskapsarbeidet (§ 6-1), og belyse arbeidet med klimarisiko særskilt (§ 3-4 og § 4-1 (2)): Undersøkelsen viser at Norges Bank formelt etterlever de overordnede kravene til rapportering i mandatet. Arbeidet med klimarisiko redegjøres for i NBIMs årlige rapportering om klima- og naturrelaterte forhold.⁹⁷ Rapporteringen er i hovedsak konsentrert om aktiviteter og eksponeringer, som utslippsdata og antallet selskapsdialoger. Mens den finansielle effekten av risikobaserte nedsalg belyses, gjelder dette i mindre grad den faktiske virkningen aktivitetene har på å redusere klimarisiko og utslipp i porteføljen. Samtidig viser undersøkelsen at NBIM er oppmerksom på denne utfordringen og arbeider med å utvikle bedre metoder for effektmåling. Det ble blant annet gjennomført en særskilt analyse av effekten av eierskapsutøvelse i oktober 2025 som ga indikasjoner på at eierskapsutøvelsen har effekt. Det er fremdeles et potensial for å styrke den årlige rapporteringen om den samlede effekten av bankens virkemidler, noe NBIM også arbeider med.

Klimakriteriet i etiske retningslinjer for SPU: På tidspunktet for denne undersøkelsen gjorde Etikkrådet ikke vurderinger etter klimakriteriet. Klimakriteriet er heller ikke formelt anvendt av Norges Bank. Dette begrunnes blant annet med at kriteriet har vært operasjonelt krevende å anvende. I motsetning til det produktbaserte kullkriteriet, som har definerte terskelverdier, mangler klimakriteriet en klar metode for å vurdere når et selskaps samlede klimagassutslipp er uakseptable. Dette har gjort det vanskelig å sikre konsistente og rettferdige vurderinger av selskaper. I praksis innebærer dette at klimakriteriet i retningslinjene for observasjon og utelukkelse ikke har blitt anvendt i praksis.

Undersøkelsen viser at Norges Bank i stedet har prioritert aktivt eierskap som virkemiddel overfor selskaper med høy klimarisiko. Dette samsvarer med kravet i retningslinjene om at eierskapsutøvelse alltid skal vurderes som et alternativ før en eventuell observasjon eller utelukkelse. I slutfasen av denne undersøkelsen trådte midlertidige etiske retningslinjer for SPU i kraft. En sentral endring i retningslinjene er at kull- og klimakriteriet ikke lenger skal være et grunnlag for utelukkelse, men heller et verktøy for å identifisere selskaper for eierskapsoppfølging.

Norges Banks arbeid med klimarisiko gjennom aktivt eierskap overlapper i stor grad med klimakriteriet i de etiske retningslinjene. Bankens eierskapsarbeid er finansielt motivert og har som mål å redusere fondets eksponering mot klimarisiko. De etiske retningslinjene skal derimot være etisk fundert og uavhengig av fondets avkastningsmål. Det fremstår som uklart hvordan Norges Bank i praksis skal skille mellom etiske vurderinger av selskapers klimagassutslipp og de finansielt motiverte vurderingene som allerede gjøres i bankens risikohåndtering.

⁹⁷ NBIM. Climate and nature disclosures 2024, s 2.

5.3 Anbefalinger

På bakgrunn av undersøkelsen anbefales representantskapet å:

- Be hovedstyret til å følge opp hvordan NBIM arbeider systematisk med de prioriteringene og satsingsområdene som er beskrevet i klimahandlingsplanen fram til 2030 og virkningene av dette arbeidet. Det anbefales å særlig legge vekt på:
 - hvordan NBIM arbeider med forbedring av metoder for måling og scenarioanalyser
 - arbeid med fysisk klimarisiko
 - integrering av klimarisiko i investeringsbeslutninger, samt
 - arbeid for å bedre måle effektene av eierskapsarbeidet
- Be hovedstyret vurdere om det kan være hensiktsmessig for Norges Bank å definere tydeligere føringer for hva som er akseptabel klimarisiko for SPU.

Vedlegg 1: Vurderingskriterier og bransjepraksis

Vurderingskriterier fra mandatet

Følgende bestemmelser i mandatet er lagt til grunn som vurderingskriterier i gjennomgangen:

I henhold til mandatet for SPU skal Norges Bank:

- Føre en ansvarlig forvaltningsvirksomhet som en integrert del av forvaltningen av investeringsporteføljen. På sikt avhenger god avkastning av bærekraftig utvikling i økonomisk, miljømessig og samfunnsmessig forstand (§ 1-3).
- Fastsette prinsipper for styring og måling av klimarisiko (§ 3-4)
- Basere prinsipper for ansvarlig forvaltningsvirksomhet på hensynene til god selskapsstyring, miljø og samfunnsmessige forhold i forvaltningen i tråd med internasjonalt anerkjente prinsipper (...). Prinsippene skal også reflektere hensynet til god håndtering av klimarisiko i tråd med internasjonalt anerkjente prinsipper og standarder (§4-2)
- Søke å fange opp relevant klimarisiko knyttet til de finansielle instrumentene som brukes i forvaltningen. Risikoen skal anslås ved hjelp av forskjellige metoder (§ 3-4).
- Gjennomføre stresstester basert på scenarioer for fremtidig utvikling, inkludert et scenario som er i samsvar med global oppvarming på 1,5 grader (§ 3- 4).
- Basere arbeidet med ansvarlig forvaltningsvirksomhet på et langsiktig mål om at selskapene i investeringsporteføljen innretter virksomheten i tråd med globale netto-nullutslipp og i tråd med Parisavtalen (§ 4-1 (1)).
- Årlig rapportere om og redegjøre særskilt for (..) arbeidet med ansvarlig forvaltning, jf. Kapittel 4, herunder bruken av virkemidler og virkningen av eierskapsarbeidet, samt hvordan prinsippene for ansvarlig forvaltning er integrert i forvaltningen. Arbeidet med klimarisiko skal belyses særskilt, herunder resultater fra stresstester og vurderinger av selskapenes framoverskuende utslippsbaner, jf. Også § 3-4 og § 4-1 (2). Måltall som søker å fange opp fondets eksponering mot klima- og miljørelatert virksomhet må inngå. (§ 6-1).

Anbefalt praksis for håndtering av klimarisiko

I arbeidet med å definere anbefalt praksis har vi lagt til grunn anerkjente rammeverk for risikostyring generelt og for styring av klimarisiko spesielt. Vi har videre innhentet og sammenstilt informasjon om hvordan andre finansielle investorer innretter og styrer sin investeringsvirksomhet med hensyn til klimarisiko. På bakgrunn av dette presenterer vi både noen kriterier for anbefalt praksis, samt eksempler på praksis i andre virksomheter, herunder banker, pensjonsfond og andre institusjonelle investorer.

Styringsrammeverk for klimarisiko

- **Samsvar med mandat og regelverk:** Fondet må styres i tråd med eiermandat, etiske retningslinjer og gjeldende lover.
(Referanser: Norges Banks mandat for SPU (2017), Etiske retningslinjer for SPU, FNs prinsipper for ansvarlige investeringer (UN PRI), EU Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR))
- **Langsiktig perspektiv:** Klimarisiko bør vurderes med hensyn til fondets langsiktige investeringshorisont og bærekraftshensyn.
(Referanser: Norges Banks årsrapport, TCFD-anbefalingene (Task Force on Climate-related Financial Disclosures), FNs bærekraftsmål (SDGs), NBIMs investeringsstrategi)
- **Integrering i risikostyring:** Klimarisiko bør integreres i det overordnede risikostyringssystemet, med tilpasning til klimarisikoens særtrekk som systemisk natur, langsiktig tidshorisont og manglende historikk.
(Referanser: TCFD-rammeverket, Basel Committee on Banking Supervision (BCBS) retningslinjer for klimarisiko, Norges Banks retningslinjer for risikostyring)
- **Roller og ansvar:** Det bør være klart definerte roller og ansvar for identifisering, vurdering, monitorering, håndtering og rapportering av klimarisiko på tvers av organisasjonen.
(Referanser: COSO ERM-rammeverket, NBIMs styringsmodell, Norges Banks interne retningslinjer for risikostyring)
- **Samarbeid og koordinering:** Det bør være tett samarbeid mellom investeringsforvaltning, risikostyring og aktivt eierskap for effektiv klimarisikostyring.
(Referanser: NBIMs integrerte tilnærming til aktivt eierskap, TCFD anbefalinger om styringsstruktur, Norges Banks mandat for aktivt eierskap)
- **Kompetanse og systemer:** Organisasjonen bør ha tilstrekkelig kompetanse og robuste systemer som sikrer at klimarisiko blir hensyntatt i alle relevante ledd og prosesser.
(Referanser: Norges Banks kompetanseutviklingsplan, FNs PRI anbefalinger, TCFD anbefalinger om kapasitetsbygging)

Prosesser for identifisering og vurdering av klimarisiko

- **Bruk av anerkjente kilder:** Identifisering og forståelse av klimarisiko bør baseres på et bredt spekter av anerkjente datakilder og forskning.
- **Kombinasjon av metoder:** Det bør benyttes både kvalitative og kvantitative metoder, inkludert scenarioanalyser, stresstesting og dialog med selskaper, for å fange opp klimarisiko.
- **Dekning av aktivaklasser:** Metodene bør fange vesentlige risikofaktorer og dekke alle vesentlige aktivaklasser i porteføljen.
- **Scenarioanalyse og aggregering:** Risiko bør vurderes gjennom flere klimascenarioer, og risikoeksponering bør aggregeres for å gi et helhetlig bilde.

- **Datakvalitet og materialitet:** Klimadata bør være så pålitelig som mulig, relevant og oppdatert. Det bør være en systematisk og dokumentert tilnærming og vurdering av hva som er mest vesentlig for fondet.
- **Risikoappetitt, risikotoleranse og terskler:** Det bør finnes en felles forståelse for risikotoleranse eller terskler knyttet til klimarisiko, som gir grunnlag for beslutninger og iverksetting av tiltak.
- **Overvåkning og rapportering:** Klimarisiko bør overvåkes systematisk ved hjelp av relevante nøkkelindikatorer (KRler), og det bør rapporteres regelmessig til ledelse og styre.
- **Beslutningsprosesser og tiltak:** Det bør være effektive prosesser for å beslutte og iverksette tiltak som aktivt eierskap, risikobaserte nedsalg, utelukkelse og kapitalallokering.

Tiltak for håndtering av klimarisiko

- **Aktivt eierskap:** Det bør utøves aktivt eierskap gjennom stemmerett og dialog for å påvirke klimarelaterte beslutninger og praksis.
- **Porteføljeallokering og investeringsbeslutninger:** Fondet bør justere kapitalallokering for å redusere eksponering mot klimarisiko, inkludert investering i klimavennlige aktiva og risikobaserte nedsalg.
- **Effektiv monitorering:** Det bør være løpende overvåking av effekten av tiltak og klimarisikoeksponering med relevante indikatorer.
- **Evaluerings og læring:** Det bør gjennomføres systematisk evaluering av tiltakenes effekt og kontinuerlig forbedring av styringsprosesser.

Monitorering og rapportering

- **Effektmåling og evaluering:** Det bør være systemer på plass for å måle og evaluere effekten av klimarisikotiltak over tid, inkludert læring og kontinuerlig forbedring, både internt og eksternt.
- **Transparens og åpenhet:** Det bør være åpen og regelmessig kommunikasjon om klimarisiko, metodikk, tiltak og resultater til både interne og eksterne interessenter for å sikre ansvarlighet og tillit.

I neste avsnitt gis en beskrivelse av gjeldende bransjepraksis for håndtering av klimarisiko.

Gjeldende praksis for håndtering av klimarisiko i finanssektoren

Klimarisiko i finanssektoren er et område i rask utvikling, hvor tilnærmingene varierer betydelig avhengig av aktørenes størrelse, mandat, investeringsstrategi og geografiske fokus. Eksempelene nedenfor illustrerer hvordan ledende institusjoner tilpasser sine styringsrammeverk, risikovurderinger, tiltak og rapportering for å håndtere klimarisiko på en effektiv og ansvarlig måte.

Selskapene som er valgt representerer ledende kapitalforvaltere og pensjonsforvaltere med betydelig ansvar for store, langsiktige midler og som har etablert relativt robuste styringsrammeverk for klimarisiko. Selskapene har forholdsvis tidlig adressert ESG-relaterte problemstillinger. Disse aktørene opererer under ulike typer mandat, fra private kapitalforvaltere til offentlige og kollektive pensjonsfond, noe som gir et bredt spekter av tilnærminger til hvordan klimarisiko forankres i styring og ledelse. Selskapene har som mål om å maksimere avkastning og forholdsvis lange tidshorisonter. NBIM skiller seg ut ved at det forvaltes et statlig fond under et klart, offentlig mandat, og at man ikke er underlagt regelverk og kundeforventninger på samme måte som enkelte andre aktører beskrevet under. Disse praksisene gir innsikt i hvordan klimarisiko kan integreres i finansielle beslutningsprosesser for å sikre både finansiell robusthet og bærekraftig utvikling.

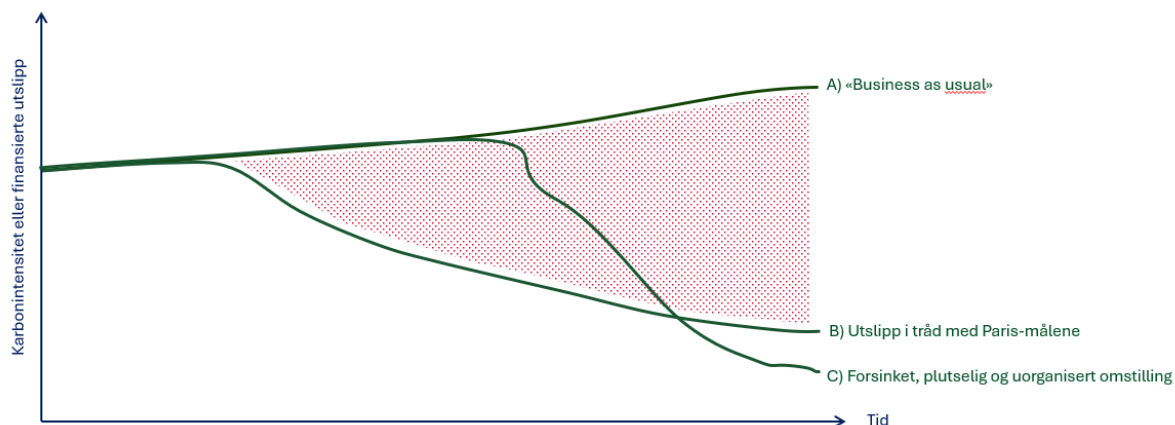
Klimarisiko og overgangsplaner

Klimarisiko i finans handler i stor grad om usikkerheten knyttet til både fremtidige fysiske klimaendringer, overgangen til en lavkarbonøkonomi og kostnadene forbundet med dette. Figuren nedenfor illustrerer dette ved å vise karbonintensitet over tid, der linje A representerer en utslippsbane («business as usual») hvor utslippene fortsetter å stige globalt. Linje B representerer en utvikling i tråd med Paris-avtalen, som er ansett for å være nødvendig for å unngå de farligste irreversible klimaendringene.

Differansen mellom A og B illustrerer en latent overgangsrisiko – gapet mellom hvor store utslippene faktisk er og hvor utslippsnivået burde ha vært for å nå klimamålene. Etter hvert som klimaendringene øker i omfang og blir mer prekære å adressere, kan dette utløse en plutselig og uorganisert omstilling, illustrert ved linje C. Dette kan føre til store økonomiske sjokk og tap for aktører som ikke er forberedt.

Finansinstitusjoner utvikler ofte egne overgangsplaner⁹⁸, gjerne i tråd med linje B, for å redusere eksponeringen mot overgangsrisiko. Ved å ha en tydelig plan for hvordan investeringene skal tilpasses en lavkarbonøkonomi, kan investorene i større grad redusere risikoen for uforutsette endringer i lover eller markedssjokk. På denne måten bidrar de til en mer stabil utvikling i tråd med Paris-avtalens mål, samtidig som de reduserer sin eksponering mot overgangsrisiko.

⁹⁸ Statistikk fra Bloomberg New Energy Finance for 2,000 av de største finansinstitusjonene i verden viser at 55% av selskapene som hører til i Europa eller Nord Amerika har komplette overgangsplaner per oktober 2025.



Figur 5: Illustrasjon av eksemplifiserte utslippsbaner under forskjellige scenarier

Styringsrammeverk for klimarisiko

Klimarisiko er generelt forankret i styringsrammeverket på flere nivåer. Flere aktører har etablert modeller som tydelig definerer roller og ansvar for klimarisiko, og sikrer forankring i styret og ledelsen. Enkelte aktører har i tillegg integrert bærekraftsmål i seniorlederes incentivplaner, noe som sikrer ansvar og motivasjon for klimahåndtering på toppledernivå.

Eksempelvis har *BlackRock* satt ambisiøse porteføljemål, som at 75 % av eiendelene innen 2030 skal være investert i selskaper med vitenskapsbaserte klimamål.⁹⁹ *Storebrand* har en omfattende policy for klimarisiko som er forankret i styret med integrerte bærekraftsmål i ledelsens incentivordninger. Selskaper som tydelig ikke er i tråd med Paris-målene ekskluderes, og dette bidrar til at investeringene beveger seg nærmere utslippsbaner mot netto-null-målene enn markedet.¹⁰⁰ *PGGM*, som forvalter nederlandske pensjoner, har utviklet en tredimensjonal tilnærming til aksjeporteføljen som kombinerer indeksforvaltning med bevisst eierskap og aktiv påvirkning. Dette innebærer en bevisst overgang fra passiv indekssporing til en mer aktiv investeringsstrategi som integrerer klimarisiko og bærekraft i flere ledd.¹⁰¹

Prosesser for identifisering og vurdering av klimarisiko

Aktørene benytter en kombinasjon av kvalitative og kvantitative metoder, samt bruk av avanserte datakilder og scenarioanalyser for å identifisere og vurdere klimarisiko.

Franske *Amundi*, en av verdens ti største kapitalforvaltere, kombinerer omfattende ESG-scoring med data fra over 20 leverandører for å sikre robusthet. *BlackRock* bruker sin Aladdin Climate-plattform til å gjennomføre scenarioanalyser over flere tidshorisonter og aktivaklasser. *Robeco*, en nederlandsk kapitalforvalter, kobler resultatene fra scenarioanalyser til kapitalreserver for å sikre finansiell robusthet.¹⁰² *Storebrand* benytter en tilnærming med klare interimsmål og systematisk bruk av scenarioanalyser for å

⁹⁹ BlackRock's 2030 net zero statement, april 2022

¹⁰⁰ Storebrands klimapolitikk for investeringer

¹⁰¹ "From index tracker to conscious investor: the equity portfolio in 3D" Sander van Stijn, Head of Mandate Management, PGGM

¹⁰² "Climate change: a problem that insurance companies can't afford to ignore" Collinge et al. (2020), White Paper, Robeco

identifisere og vurdere klimarisiko. De kombinerer interne analyser med eksterne datakilder, inkludert mål validert av Science Based Target Initiative (SBTi)¹⁰³. KLP har en omfattende vesentlighetsanalyse som inkluderer både fysisk risiko og overgangsrisiko, og bruker metodikk basert på Partnership for Carbon Accounting Financials (PCAF) og SBTi for å måle og overvåke klimarisiko på porteføljnivå. KLPs systematiske overvåking av utslipp og naturrelaterte indikatorer gir et helhetlig bilde av risikoeksponeringen.¹⁰⁴

Flere benytter Implied Temperature Rise (ITR) for å måle porteføljens temperaturjustering, mens Robeco har utviklet egne verktøy som "Climate beta" og Climate Score for å vurdere overgangsrisiko og selskapers troverdighet i overgangsplaner. PGGM benytter en integrert tilnærming hvor de kombinerer indeksbasert forvaltning med aktivt eierskap og klimarisikovurderinger som dekker både finansiell risiko og bredere bærekraftseffekter. PGGM legger vekt på å identifisere klimarisiko på flere nivåer i porteføljen og bruker dette som grunnlag for både kapitalallokering og aktivt eierskap.¹⁰⁵ Disse eksemplene illustrerer blant annet hvordan avansert analyse, flere tilnærminger og verktøy, og bred datainnsamling kan være hjelpelige for å skape et helhetlig bilde av klimarisiko.

Tiltak for håndtering av klimarisiko

I håndteringen av klimarisiko har flere institusjoner etablert klare og dokumenterte retningslinjer som styrer når og hvordan tiltak skal iverksettes ved identifisering av klimarisiko. Robeco har en integrert risikopolicy for bærekraft med grenseverdier for risiko og bruker Climate Score aktivt i investeringsbeslutninger for å overvekte selskaper som følger netto null-baner og ekskludere de som ikke gjør det. Det nederlandske pensjonsselskapet APG benytter målrettet porteføljustering, nedsalg og aktivt eierskap, med klare kriterier for valg av tiltak basert på grundige klimarisikovurderinger. Storebrand har implementert klare eksklusjonskriterier, blant annet for selskaper som ikke følger Paris-avtalens mål, og benytter aktivt eierskap og dialog for å påvirke selskaper til å forbedre sine klimastrategier. KLP har en dokumentert policy for gradvis utfasing av investeringer i fossile brensler, med definerte terskler og offentlig rapportering, og benytter aktivt eierskap som virkemiddel for å redusere klimarisiko, kombinert med risikobaserte nedsalg. PGGM kombinerer indeksforvaltning med aktivt eierskap og målrettede tiltak som nedsalg og ekskludering, og har utviklet en investeringsstrategi som balanserer risiko og muligheter i klimatransisjonen.

Måling og rapportering

KLP og APG følger opp omfattende miljø- og klimamål med systematisk rapportering til styret og ledelsen. Amundi og Schroders publiserer detaljerte, kvantitative rapporter med klare mål og indikatorer, og sikrer høy grad av transparens. Storebrand rapporterer regelmessig på klimarisiko med kvantitative *Key Performance Indicators* (KPIer) og *Key Risk Indicators* (KRler), inkludert porteføljens karbonavtrykk og andel investeringer med SBTi-mål, og har etablerte transparente rapporteringsrutiner som gir både interne og

¹⁰³ Storebrands vitenskapsbaserte mål

¹⁰⁴ KLP's klimastrategi, Februar 2020

¹⁰⁵ "Dealing with climate risk as financial risk", PGGM

eksterne interessenter tilgang til oppdatert informasjon om klimarisiko og tiltak. KLP følger opp klimarisiko gjennom omfattende overvåking av utslipp og naturrelaterte indikatorer, og rapporterer dette systematisk til styret og ledelsen. PGGM legger vekt på åpenhet og detaljert rapportering, og kombinerer kvantitative data med kvalitativ innsikt for å gi et helhetlig bilde av klimarisiko og effekten av tiltak. Aviva har også offentliggjort en uavhengig revidert Climate-related Financial Disclosure som styrker transparens.

Vedlegg 2: Klimarisiko og finanssektoren

I dette vedlegget gis en innføring i hva klimarisiko er, og hvilken betydning det har for forvaltningen av SPU, inkludert en kort gjengivelse av viktige milepæler knyttet til håndteringen av klimarisiko i SPU. Vedlegget har som formål å gi leseren en grunnleggende forståelse av klimarisiko for en finansiell investor som SPU og er ikke en del av datagrunnlaget for undersøkelsen.

Klimarisiko er en finansiell risiko

Klimarisiko refererer til de *økonomiske og finansielle risikoene* som følger av klimaendringer og overgangen til en lavutslippsøkonomi. Denne risikoen deles gjerne inn i *fysisk risiko*, som omfatter direkte skader og forstyrrelser forårsaket av klimaendringer som ekstremvær, flom, tørke og havnivåstigning, samt *overgangsrisiko*, som oppstår ved endringer i teknologi, markedsforhold og politikk i overgangen til en bærekraftig økonomi.

For eksempel kan et selskap være utsatt for fysisk klimarisiko dersom de har eiendeler som kan rammes av mer ekstreme flommer, hetebølger eller stormer. Virksomhetens overgangsrisiko kan være knyttet til for eksempel karbonpris som gjør produksjon dyrere, restriksjoner, krav eller forbud som treffer eksisterende løsninger eller at konkurrenter utvikler lavutslippsprodukter.



Figur 6: Fysisk klimarisiko og overgangsrisiko

Klimarisiko kan utløse kjedereaksjoner

Klimarisiko regnes som en systemisk risiko blant annet fordi den kan utløse kjedereaksjoner som kan føre til omfattende økonomisk ustabilitet.

Klimarisiko skiller seg med dette fra øvrige ESG-relaterte risikoer ved at det både utgjør en risiko knyttet til enkeltelskaper, men også en systemisk risiko i finansmarkedene. I motsetning til eksempelvis menneskerettighetsbrudd eller store naturinngrep begått av enkeltelskaper, kan systemisk og aggregert klimarisiko ha gjennomgripende

konsekvenser på tvers av selskaper og sektorer, og for hele finanssystemet. For en eier som sitter med en portefølje av selskaper vil derfor de totale finansielle konsekvensene ved klimarisiko i mange tilfeller være større enn for andre ESG-risikoen.

Dette innebærer en risiko for at hele finansielle systemer eller økonomier kan bli ustabile fordi aktører og mekanismer i systemet er tett knyttet sammen og avhengige av hverandre. For eksempel kan fysiske klimaendringer, eller plutselige og uforutsette endringer i klimapolitikk, teknologisk utvikling eller markedsforhold, føre til at flere sektorer og markeder samtidig opplever store økonomiske tap. Slike hendelser kan skape betydelig usikkerhet og forstyrrelser i finansmarkedene, og dermed true stabiliteten i det finansielle systemet.

En sentral utfordring ved klimarisiko er den strekker seg over lang tid og påvirker mange steder samtidig. Klimaendringer skjer over flere tiår, og konsekvensene av utslipp i dag kan føre til problemer som ekstremvær, havnivåstigning og knapphet på ressurser langt fram i tid og på ulike steder i verden. Det betyr at utslipp fra enkelte selskaper i en investeringsportefølje kan skape klimarisiko som også påvirker andre investeringer, ofte i helt andre land og over lang tid. Slike spredningseffekter, der negative miljøpåvirkninger fra én aktør gir risiko for andre, viser hvordan klimarisiko kan være systematisk og bygge seg opp over tid. Innenfor eiendom og infrastruktur vil klimarisikoen kunne være enda høyere på grunn av at disse eiendelene er faste, mindre likvide og ofte har lengre investeringshorisont.

SPU, som en av verdens største og mest diversifiserte investorer, er eksponert for disse komplekse sammenhengene. Denne sammenvevde risikoen gjør at klimarisiko ikke kan håndteres isolert på selskapsnivå, men krever en helhetlig og langsiktig tilnærming som tar hensyn til tid, sted og samspillet mellom ulike faktorer.

Klimarisiko er preget av stor usikkerhet

Klimarisiko er en betydelig utfordring for finanssektoren blant annet på grunn av stor usikkerhet og mangel på historiske data. Det betyr at det er vanskelig å forutsi og vurdere hvilke konsekvenser risikoen som knytter seg til klima vil ha, og hvor sannsynlig det er at de vil inntreffe. Tradisjonelle risikomodeller baserer seg på statistikk og tidligere hendelser, men klimaendringer fører til nye og ukjente situasjoner som er vanskelige å måle og forutsi. Dette gjør det krevende å vurdere og prise risiko på en korrekt måte, spesielt fordi både fysiske klimateffekter og en rask omstilling til en grønn økonomi kan oppstå forholdsvis plutselig og uventet. For å håndtere denne typen risiko må finanssektoren utvikle nye metoder og verktøy som kan fange opp kompleksiteten og usikkerheten i klimarisikoen.

Ulike tilnærminger en finansiell investor kan ta til klimarisiko

Aktiv tilnærming til klimarisiko eller indekxnær forvaltning

En finansiell investor vil kunne håndtere klimarisiko på ulike måter: enten ved en aktiv tilnærming eller ved å stole på at markedet allerede tar hensyn til klimarisiko i verdsettelsen av investeringer.

En *aktiv tilnærming* betyr at investoren selv identifiserer, vurderer og håndterer klimarisiko gjennom analyser, scenarioanalyser, aktivt eierskap og eventuelle tiltak som nedsalg eller å utelukke enkelte investeringer. Dette krever omfattende data, god

metodikk og tilstrekkelige ressurser, og innebærer at investoren påtar seg en ekstra forvaltningsrisiko i håp om å håndtere klimarisiko bedre enn markedet.

Alternativt kan investoren *legge til grunn at finansmarkedene i stor grad reflekterer klimarisiko* i priser og risikojusteringer, og derfor velge å følge markedet innenfor mandatets rammer. Denne tilnærmingen legger vekt på at markedene er effektive og at klimarisiko er tilstrekkelig transparent og priset. Ettersom klimautfordringene karakteriseres av markedssvikter, manglende data og historikk, og lange tidshorisonter, kan det imidlertid være usikkerhet rundt i hvor stor grad markedene fanger opp klimarisiko.

SPUs mandat legger til grunn at fondet skal forvaltes indekxnært, med utgangspunkt i referanseindeksen som er fastsatt av Stortinget. I forvaltningen av SPU er det dermed lagt til grunn en forutsetning om at klimarisiko ikke er systematisk feilpriset i markedet.

Klima som ren finansiell risiko eller investeringer som verktøy for endring

En investor kan ta ulike tilnærminger til balansen mellom å håndtere klimarisiko som en finansiell risiko og å ta en mer aktiv rolle som pådriver for samfunnsmessig omstilling.

På den ene siden innebærer en finansiell risikotilnærming at klimarisiko vurderes og håndteres først og fremst ut fra hvordan den kan påvirke investeringens avkastning og bevaring av kapital. Dette perspektivet legger vekt på risikoer og muligheter som kan måles, og søker å integrere klimafaktorer i eksisterende risikostyrings- og investeringsprosesser.

På den andre siden kan investoren også ha en aktiv rolle som pådriver for bærekraftig utvikling, hvor kapitalen og eierrettighetene brukes til å fremme en bredere samfunnsmessig omstilling mot et lavutslippssamfunn. Denne rollen kan inkludere etiske vurderinger, utvikling av standarder og aktivt eierskap med mål om å påvirke selskapers praksis og markedsforhold. Dette kan gå på bekostning av mål knyttet til finansiell avkastning, spesielt på kort sikt.

Det finnes en rekke nyanser for hvordan investorer vurderer balansen mellom å håndtere klimarisiko som finansiell risiko og å innta en aktiv rolle i samfunnsmessig omstilling. Nyansene kan illustreres med skalaen som i figuren nedenfor.

	Kun finansiell	Ansvarlig	Bærekraftig		Påvirkning		Kun påvirkning
	Leverer konkurransedyktig finansiell avkastning						
		Reduserer miljømessige, sosiale og styringsrelaterte (ESG) risikoer					
			Utnytter ESG-relaterte muligheter				
				Fokuserer på målbar påvirkning			
Fokus	Begrenset eller ingen hensyn til ESG	Bruke ESG for å redusere åpenbar risiko eller beskytte verdier	Benytte ESG strategisk for å skape verdi	Fokuserer på samfunnsutfordringer som genererer konkurransedyktig finansiell avkastning for investorer	Ta hensyn til samfunnsutfordringer, selv om det innebærer at avkastningen er usikker eller enda ikke dokumentert	Prioritere samfunnsutfordringer selv om dette forventes å gi en avkastning som ligger under markedsnivå	Adressere samfunnsutfordringer som ikke nødvendigvis genererer finansiell avkastning

Figur 7: Ulike måter en investor kan tilnærme seg bærekraft. Basert på SIITF WGAA 2014.

I forvaltningen av SPU er det lagt til grunn at klimarisiko er en finansiell risiko, og at en ordnet overgang til et lavutslippssamfunn er i fondets finansielle interesse. Det er eksplisitt lagt til grunn at SPU ikke skal være et instrument i klimapolitikken, og at det heller ikke skal forvaltes med sikte på å oppnå andre mål enn høyest mulig avkastning.¹⁰⁶ Forvaltningen av SPU plasserer seg dermed på venstre halvdel av spekteret i Figur 7.

¹⁰⁶ Meld St. 9 (2021-2022) *Statens pensjonsfond 2022*. Finansdepartementet.

Vedlegg 3: Ordliste

Dekarboniseringsbane: En tidslinje eller scenario som viser hvordan utslipp av klimagasser må reduseres over tid for å nå ett eller flere klimamål, som for eksempel å begrense global oppvarming til 1,5 °C i tråd med Paris-avtalen. Brukes for å vurdere om selskaper eller porteføljer følger en bærekraftig utslippsbane.

Eksternaliteter: Effekter av økonomiske aktiviteter som påvirker tredjeparter uten at disse kostnadene eller fordelene reflekteres i markedsprisen. I klimakontekst er det ofte negative effekter som klimagassutslipp som påfører samfunnet kostnader.

Finansierte utslipp (Financed Emissions): Utslipp av klimagasser som en finansinstitusjon indirekte bidrar til gjennom sine investeringer og utlån. Regnes som regel ut ved å multiplisere et selskaps utslipp med eierandelen.

Fysisk klimarisiko: Risiko for økonomiske tap som følge av direkte fysiske skader eller forstyrrelser forårsaket av klimaendringer, som ekstremvær, flom, tørke og havnivåstigning. Kan være akutt (plutselige hendelser) eller kronisk (gradvis endring).

Implied Temperature Rise (ITR): En modellbasert indikator som estimerer forventet global temperaturøkning basert på en investeringsporteføljes utslippsprofil og selskapers klimamål.

Karbonrisiko: Finansiell risiko knyttet til eksponering mot karbonintensive aktiviteter, som kan oppstå ved økte kostnader, reguleringer eller endret etterspørsel som følge av tiltak for å redusere klimagassutslipp.

Markedssvikt: Situasjoner der markedet ikke reflekterer eksternaliteter eller risiko korrekt, for eksempel når klimarisiko ikke tilstrekkelig reflekteres i verdsettelsen av selskaper eller finansielle instrumenter.

Netto nullutslipp (Net Zero): Mål om å balansere utslipp av klimagasser med tiltak som fjerner eller kompenserer for utslipp, slik at netto utslipp blir null.

Overgangsplan: En plan utarbeidet av selskaper eller investorer for hvordan de skal tilpasse seg og bidra til overgangen til en lavkarbonøkonomi, inkludert mål for utslippsreduksjon. Også kalt omstillingsplan.

Overgangsrisiko: Risiko knyttet til økonomiske tap som følge av endringer i politikk, teknologi, markedsforhold eller reguleringer i overgangen til en lavutslippsøkonomi.

Risikoappetitt: Risikoappetitt er det overordnede og strategiske nivået av risiko en organisasjon er villig til å akseptere for å oppnå sine mål. Den er ofte formulert kvalitativt og setter retningen for risikostyringen.

Risikotoleranse: Risikotoleranse er det spesifikke og detaljerte nivået av akseptabelt avvik fra risikoappetitten, eller det maksimale en organisasjon kan tåle for en bestemt risiko. Den er ofte kvantitativt definert og setter de konkrete grensene (terskelverdiene) for det daglige arbeidet.

Scope 1, 2 og 3-utslipp

- **Scope 1:** Direkte utslipp fra egne kilder.

- **Scope 2:** Indirekte utslipp fra kjøpt energi.
- **Scope 3:** Andre indirekte utslipp i verdikjeden, både oppstrøms og nedstrøms.

Scenarioanalyse Bruk av ulike fremtidige klimascenarioer for å identifisere, vurdere eller bedre forstå risiko og muligheter knyttet til klimaendringer.

Stresstesting (Climate Stress Testing) Analysemetode for å vurdere hvordan en portefølje eller investeringer påvirkes under ulike klimascenarioer, inkludert ekstreme hendelser og overgangsrisiko.

Systemisk risiko Risiko som kan påvirke hele finansielle systemer eller økonomier, ofte på grunn av sammenkoblede aktører og mekanismer. Klimarisiko anses som systemisk fordi den kan utløse kjedereaksjoner med bred økonomisk ustabilitet.

Weighted Average Carbon Intensity (WACI) Et mål på karbonintensiteten i en investeringsportefølje, uttrykt som utslipp per million USD i omsetning. Høy WACI indikerer større eksponering mot karbonintensive sektorer.

Weighted Average Net Carbon Intensity Indicator (WANCII) En videreutvikling av karbonintensitetsmålinger som tar hensyn til netto karbonintensitet i en portefølje eller virksomhet, etter at tiltak for å redusere eller kompensere utslipp er tatt i betraktning.



Deloitte AS and Deloitte Advokatfirma AS are the Norwegian affiliates of Deloitte NSE LLP, a member firm of Deloitte Touche Tohmatsu Limited, a UK private company limited by guarantee ("DTTL"). DTTL and each of its member firms are legally separate and independent entities. DTTL and Deloitte NSE LLP do not provide services to clients. Please see www.deloitte.com/about to learn more about our global network of member firms.

Deloitte Norway conducts business through two legally separate and independent limited liability companies; Deloitte AS, providing audit, consulting, financial advisory and risk management services, and Deloitte Advokatfirma AS, providing tax and legal services.

Deloitte provides leading professional services to nearly 90% of the Fortune Global 500® and thousands of private companies. Our people deliver measurable and lasting results that help reinforce public trust in capital markets and enable clients to transform and thrive. Building on its 180-year history, Deloitte spans more than 150 countries and territories. Learn how Deloitte's approximately 470,000 people worldwide make an impact that matters at www.deloitte.com

This communication contains general information only, and none of Deloitte Touche Tohmatsu Limited (DTTL), its global network of member firms or their related entities (collectively, the "Deloitte organization") is, by means of this communication, rendering professional advice or services. Before making any decision or taking any action that may affect your finances or your business, you should consult a qualified professional adviser.

No representations, warranties or undertakings (express or implied) are given as to the accuracy or completeness of the information in this communication, and none of DTTL, its member firms, related entities, employees or agents shall be liable or responsible for any loss or damage whatsoever arising directly or indirectly in connection with any person relying on this communication. DTTL and each of its member firms, and their related entities, are legally separate and independent entities.