

# ETISK FORVALTNING AV «OLJEFONDET»

*Hvordan sikre ansvarlige investeringer i tråd med ledende  
internasjonale standarder*

Mai 2026

Utarbeidet på oppdrag fra LO av  
**John Eirik Grova**, Seniorrådgiver SpareBank 1 Sør-Norge Forretningspartner.  
Tidligere rådgiver for FNs arbeid med næringsliv og menneskerettigheter\*

*\*Rapportforfatteren er takknemlig til flere ledende eksperter på FN- og OECD-retningslinjene for ansvarlig næringsliv og andre eksperter innen ansvarlige investeringer som bidro med gjennomlesning og faglige innspill i arbeidet med utkastet til denne rapporten. Takk rettes til Lene Wendland (tidligere leder for avd. for næringsliv og menneskerettigheter ved FNs Høykommissariat for menneskerettigheter) og Gerald Pachoud (tidligere spesialrådgiver til FNs spesialrepresentant for næringsliv og menneskerettigheter) som var sentrale i utarbeidelsen av FN-retningslinjene, Ashleigh Owens (Director, Financial Institutions Lead, Shift), Bob Dannhauser (Seniorrådgiver, Financial Institutions, Shift), og Mark Taylor (forfatter av War Economies and International Law, og hovedforsker for initiativet Red Flags redflags.info), i tillegg til andre fageksperter innen ansvarlige investeringer og på OECD-retningslinjene. Deres kommentarer og tilbakemeldinger har vært til stor nytte og har styrket det endelige resultatet. Rapportforfatteren alene er ansvarlig for innholdet.*

*De synspunkter, analyser og konklusjoner som presenteres i denne rapporten representerer forfatterens selvstendige faglige vurderinger og kan ikke tillegges hverken SpareBank 1 Sør-Norge Forretningspartner AS, SpareBank 1 Sør-Norge ASA eller oppdragsgiver for utarbeidelsen av rapporten (LO). Rapporten er utarbeidet i en faglig og uavhengig kapasitet, og ingen del av innholdet skal forstås som offisielle uttalelser på vegne av noen av de nevnte organisasjonene.*

## **Innhold**

Sammendrag – Nøkkelpunkter .....	4
1. En ny etisk forvaltning av «Oljefondet»?.....	7
2. FNs og OECDs retningslinjer - De sentrale internasjonale standardene for ansvarlig næringsliv og investeringer .....	11
3. SPU i lys av ansvarlig forvaltningspraksis blant andre forvaltere .....	25
4. Folkerettslige forpliktelser for den norske stat som kapitaleier .....	27
5. Hva UNGP og OECDs rammeverk innebærer for organisering av NBIMs og Etikkrådets respektive ansvar og roller .....	27

## **Sammendrag – Nøkkelpunkter**

### ***De sentrale internasjonale standardene som fundament for ansvarlig forvaltning av SPU***

#### **Bakgrunn og formål**

Finansminister Jens Stoltenberg har overfor LO understreket at et oppdatert etisk rammeverk for Statens pensjonsfond utland (SPU) fra 2027 skal bygge på FNs veiledende prinsipper for næringsliv og menneskerettigheter (UNGP) og OECDs retningslinjer for ansvarlig næringsliv.

Disse to rammeverkene utgjør til sammen det sentrale, globale referansepunktet for ansvarlig næringsliv og ansvarlige investeringer for å håndtere risiko for negativ påvirkning på menneskerettigheter, miljø og samfunn. For å sikre ansvarlig forvaltningsvirksomhet i praksis er det avgjørende at de får en sentral plass i det nye etiske rammeverket til SPU.

UNGP og OECDs retningslinjer er forankret i SPU's gjeldende mandat og har bred tilslutning. Samtidig viser både praktisering av mandatet og den offentlige debatten at det ofte hersker betydelig uklarhet om hva disse standardene faktisk innebærer, i spørsmål som eierskapsutøvelse, uttrekk/nedsalg og åpenhet. Formålet med denne rapporten er derfor å bidra til grunnleggende kunnskap om UNGP og OECDs retningslinjer, og å klargjøre hva ansvarlig forvaltning av SPU i samsvar med disse internasjonale standardene vil innebære i praksis fremover.

#### **Utfordringsbildet etter vedtaket om å suspendere retningslinjene for utelukkelse og observasjon**

Etikkrådets tilrådninger om «etiske utelukkelse» og SPU's praksis har over flere år vært en viktig referanse for andre investorer internasjonalt. Stortingets vedtak i november 2025 innebærer imidlertid den mest omfattende omleggingen av det etiske rammeverket for SPU siden 2004. Etikkrådet kan ikke lenger gi tilrådninger om observasjon og utelukkelse, men kun anbefalinger om eierskapsutøvelse eller oppheving av tidligere vedtak. Norges Bank Investment Management (NBIM) er samtidig gitt ansvaret for å håndtere etiske problemstillinger gjennom «ordinær eierskapsutøvelse». Regjeringen har fastsatt midlertidige retningslinjer, mens Gjedrem-utvalget skal gi anbefalinger til et nytt samlet rammeverk innen 15. oktober 2026.

Tidligere rådsledere, fagmiljøer og sivilsamfunnsaktører har advart om risiko for svekkelse av uavhengige faglige vurderinger, økt politisering og redusert åpenhet. Vedtaket har vakt internasjonal oppsikt. FNs arbeidsgruppe for næringsliv og menneskerettigheter uttalte i mars 2026 at å fjerne muligheten for uttrekk ved brudd på internasjonale normer ikke er forenlig med UNGP.

En sentral begrunnelse for revisjonen var hensynet til indekxnær forvaltning og risiko for høyt avvik fra SPU's referanseindeks («tracking error»). Mulig utelukkelse av store teknologiselskaper ble trukket frem. Indeksutfordringen er reell for et fond med mandat til å følge global indeks, men fritar ikke SPU fra ansvar etter UNGP og OECDs retningslinjer. Disse åpner ikke for å unnta hele selskapskategorier. En annen begrunnelse var knyttet til SPU's utelukkelse av enkelte produsenter av våpen som inngår i NATOs avskrekkingstrategi og som er viktige leverandører til det norske forsvaret. Fra et ansvarlig investor-perspektiv er det imidlertid nødvendig å skille mellom statens rolle innen forsvars- og sikkerhetspolitikk og Norges Bank/NBIMs rolle som ansvarlig kapitalforvalter av en global portefølje.

#### **De sentrale internasjonale standardene**

UNGP og OECDs retningslinjer utgjør til sammen den globale referansen for ansvarlig næringsliv og ansvarlige investeringer, med bred anerkjennelse både blant myndigheter, næringsliv og finans. I norsk sammenheng har regjeringer på tvers av det politiske landskapet stilt seg bak disse internasjonale standardene. UNGP og OECDs retningslinjer gir felles føringer for hvordan

virksomheter, inkludert investorer, skal identifisere, forebygge og håndtere risiko for skade på mennesker, miljø og samfunn gjennom risikobasert aktsomhet. De bygger direkte på eksisterende folkerettslige forpliktelser og har hatt betydelig gjennomslag i lovgivning og markedspraksis internasjonalt. Norge har vært en sentral pådriver for UNGP og OECD-retningslinjene og for nasjonal implementering.

Aktsomhetsvurderinger utgjør kjernen i begge rammeverkene. Disse skal være risikobaserte, proporsjonale og prioritere de mest alvorlige konsekvensene. Standardene gjelder alle virksomheter, i alle sektorer, uavhengig av eierskapsform – inkludert institusjonelle investorer og kapitalforvaltere.

### **Investoransvaret og betydningen av uttrekk**

UNGP og OECDs retningslinjer slår fast at investorer har et selvstendig ansvar for å identifisere, forebygge og håndtere faktisk og potensiell skade som man er knyttet til gjennom investeringene, uavhengig av staters plikter og selskapenes eget ansvar. Ansvaret gjelder uavhengig av investeringsstrategi, også ved passiv og indeksnær forvaltning. Liten eierandel eller begrenset påvirkningskraft endrer ikke ansvaret, selv om det kan påvirke hvilke virkemidler som er tilgjengelige.

Uttrekk er en legitim og nødvendig del av verktøykassen for ansvarlige investeringer. Det er ikke et mål i seg selv, men en konsekvens som bør vurderes der påvirkning ikke fører frem, selskaper ikke viser forbedringsvilje, og der alvorlighetsgraden tilsier det. Manglende adgang til uttrekk svekker både påvirkningskraften og troverdigheten til aktivt eierskap.

### **Eierskapsutøvelse, indeksmandat og verdikjedevurderinger**

UNGP og OECDs retningslinjer innebærer ikke et valg mellom eierskapsutøvelse og uttrekk, men en helhetlig, risikobasert prosess der virkemidlene brukes komplementært. Aktivt eierskap forventes som første steg, men eskalering – med mulighet for uttrekk som et tilgjengelig virkemiddel – forventes ved alvorlig skade på mennesker og miljø og når påvirkning ikke virker.

Argumenter om at enkelte selskaper er for store i en indeksnær strategi til å kunne holdes ansvarlige, er uforenlige med de internasjonale standardene. Å følge en indeks gir ingen unntak fra ansvar.

Når det gjelder verdikjeder, legger UNGP og OECD-rammeverket vekt på faktisk eller potensiell tilknytning til alvorlig skade, ikke på om produkter har legitime sivile anvendelser eller på hvor stor andel av virksomheten som kan knyttes til normbrudd. Innføring av prosentvise terskler for ansvar vil stride mot rammeverkets risikobaserte logikk og svekke beskyttelsen i de mest alvorlige sakene.

### **Skjerpet aktsomhet i konfliktkontekster**

I konflikt- og høyrisikokontekster har investorer et særlig ansvar for skjerpet aktsomhet. Det er nettopp i slike situasjoner at de mest alvorlige bruddene på menneskerettigheter og internasjonal humanitærrett forekommer. UNGP og OECD-retningslinjene forutsetter at investorer prioriterer risiko for de mest alvorlige konsekvensene investeringene kan være knyttet til, inkludert mulig tilknytning til krigsforbrytelser. Å unnlate å identifisere og følge opp slik risiko anses som uforenlig med ansvarlig investeringspraksis.

### **Markedspraksis og sammenligning**

Sammenlignet med en del andre store norske institusjonelle investorer, fremstår SPUs utelukkelsespraksis som moderat. Frykten for at fondet skal ekskludere «for mange selskaper» synes overdrevet sett i lys av gjeldende markedspraksis.

## **Statens folkerettslige ansvar**

Den norske staten har et selvstendig folkerettslig ansvar som forsterker kravene til hvordan SPU forvaltes. UNGP tydeliggjør at statens plikt til å beskytte menneskerettigheter også omfatter statens rolle som investor og eier av finansielle fond. Staten har ansvar for å sikre at SPUs mandat og forvaltning er i samsvar med Norges internasjonale forpliktelser, herunder krav om skjerpet aktsomhet der risikoen tilsier det.

## **UNGP og OECD som prinsipielt fundament fremover**

SPUs forvaltning er allerede forankret i UNGP og OECDs retningslinjer gjennom mandat og interne prinsipper. Utfordringen ligger i konsekvent gjennomføring i praksis, mens forankring i de mest sentrale internasjonale standardene bør tydeliggjøres ytterligere. Det er ikke behov for særnorske kriterier. Samtidig innebærer enkelte punkter i Gjedrem-utvalgets mandat risiko for svekkelse av det prinsipielle fundamentet gjennom åpning for sikkerhets- og utenrikspolitiske hensyn i vurderingen av selskaper. En slik dreining vil bryte med UNGP og OECD-rammeverket, som nettopp skal skjerme vurderinger av selskapers atferd fra skiftende politiske prioriteringer.

UNGP og OECD-retningslinjene innebærer å tydeliggjøre:

- NBIMs selvstendige ansvar for løpende aktsomhetsvurderinger for porteføljen
- At aktivt eierskap, eskalering og uttrekk er komplementære virkemidler
- At kollektivt samarbeid med andre ansvarlige investorer er en sentral del av verktøykassen
- At Etikkrådets rolle forankres tydeligere i de samme internasjonale standardene

## **Overordnede refleksjoner: Prinsipiell pragmatisme i urolig farvann**

En tid preget av geopolitisk uro og økende sosiale og miljømessige kriser tilsier behov for styrket – ikke svekket – ansvarlighet i forvaltningen av SPU. For en langsiktig og global investor er dette ikke et uttrykk for idealisme, men for nødvendig langsiktig risikostyring. En tydelig forankring i sentrale internasjonale standarder for ansvarlige investeringer gir et robust rammeverk for å navigere i en fragmentert og uforutsigbar verdensorden.

UNGP og OECDs retningslinjer er utviklet nettopp for å håndtere risiko og alvorlige negative konsekvenser av næringsvirksomhet i en ufullkommen verden. Rammeverket bygger på «prinsipiell pragmatisme»: klare normative forpliktelser kombinert med forståelse for komplekse kontekster og praktiske begrensninger. Dette er særlig relevant i en tid der brudd på folkeretten og menneskerettighetene i økende grad skjer i full offentlighet.

En tydelig forankring av SPUs forvaltning i UNGP og OECDs retningslinjer ivaretar flere hensyn samtidig. Den støtter Norges egeninteresse som liten stat i å opprettholde en regelstyrt verdensorden basert på folkerett og rettsstatlige prinsipper, og bidrar til stabilitet i de globale markedene fondet er investert i. Samtidig tydeliggjør den den norske statens folkerettslige ansvar – både som kapitaleier og som regulerende myndighet – for å sikre at fellesskapets formue forvaltes i samsvar med grunnleggende menneskerettigheter og med sikte på å forebygge alvorlig skade på mennesker, miljø og samfunn. Undersøkelser viser også at dette er i tråd med befolkningens preferanser.

Videre styrker en slik forankring politiske beslutningstakeres evne til å stå fast ved en ansvarlig og prinsipiell forvaltning. Beslutninger basert på bredt anerkjente internasjonale rammeverk gir vern mot politisk press, reduserer risiko for selektiv praksis og styrker fondets legitimitet og konsistens over tid. Dette bidrar også til å styrke NBIMs troverdighet som ansvarlig investor, ved at krevende beslutninger kan forklares og forsvares med henvisning til etablerte internasjonale prinsipper.

# 1. En ny etisk forvaltning av «Oljefondet»?

## Bakgrunn

Finansminister Jens Stoltenberg har overfor LO understreket at det oppdaterte etiske rammeverket for Statens pensjonsfond utland (SPU)/«Oljefondet» fra 2027 «skal legge FNs og OECDs retningslinjer til grunn».

Dette er avgjørende for å sikre ansvarlig forvaltning av fondet. Til sammen utgjør FNs veiledende prinsipper for næringsliv og menneskerettigheter (UN Guiding Principles on Business and Human Rights – UNGP) og OECDs retningslinjer for ansvarlig næringsliv de *sentrale internasjonale standardene for ansvarlig næringsliv og ansvarlige investeringer*.

Fondets eksisterende mandat viser nettopp til UNGP og OECDs retningslinjer. Videre fastslo Stortingets finanskomité i juni 2025 at det «fremkommer tydelig at prinsippene for ansvarlig forvaltningsvirksomhet skal baseres på blant annet UNGP og OECDs retningslinjer.»<sup>1</sup> Likevel viser gjennomføring og den offentlige debatten ofte manglende forståelse for hva dette innebærer i praksis, for eksempel knyttet til eierskapsutøvelse, nedsalg og åpenhet.

*Formålet med denne rapporten er derfor å bidra til grunnleggende kunnskap om UNGP og OECDs rammeverk og hva en ansvarlig forvaltning av SPU i samsvar med disse internasjonale standardene vil innebære i praksis i fremtiden.*

## Normbrudd som driver for utviklingen av det etiske rammeverket frem til november 2025

Det etiske rammeverket for SPU har i stor grad blitt formet som respons på at investeringer har vært knyttet til brudd på internasjonale normer og skade på mennesker, miljø og samfunn.

Avsløringer om investeringer i produsenter av landminer førte til at Folkerettsrådet ble opprettet i 2001. Videre ble Graver-utvalget satt ned i 2002 etter nye avsløringer om investeringer i produsenter av klasevåpen og atomvåpen.

Graver-utvalget (NOU 2003:22 Forvaltning for fremtiden) la grunnlaget for de sentrale komponentene i det etiske rammeverket vedtatt av Stortinget i 2004:

- produktbaserte eksklusjoner (f.eks. klasevåpen, atomvåpen)
- atferdsbaserte kriterier for alvorlige menneskerettighets- og folkerettsbrudd
- et uavhengig Etikkråd med mandat til å gi offentlig tilgjengelige tilrådninger om utelukkelse og observasjon av selskaper i fondets portefølje
- eierskapsutøvelse gjennomført av Norges Bank Investment Management (NBIM)

Senere revisjoner omfattet blant annet tobakkskriteriet (2010), overføring av beslutning om utelukkelse og observasjon fra Finansdepartementet til Norges Bank (fra 2015), kullkriteriet (vedtatt 2015, skjerpet 2019) og klimakriteriet (2016). Etter Mestad-utvalgets anbefalinger (NOU 2020:7) fulgte blant annet presiseringer av våpenkriteriet, menneskerettighetskriteriet og korrupsjonskriteriet (utvidelse til også å omfatte annen grov økonomisk kriminalitet).

Etikkrådet har hatt en sentral rolle i systemet som har utgjort det etiske rammeverket. Som uavhengig rådgivende organ har det gjennomført risikovurderinger, faktaundersøkelser og offentlig tilgjengelige tilrådninger om utelukkelse og observasjon av selskaper i fondets portefølje. Rådets arbeid har etablert internasjonalt anerkjent praksis for tolkning av etiske kriterier for investorer. Arbeidsdelingen mellom Etikkrådet og NBIM – henholdsvis

normtolkning og eierskapsutøvelse – har blitt trukket frem som viktig for rammeverkets robusthet.

Flere enkeltsaker håndtert av Etikkrådet har trukket opp viktige prinsipielle linjer. Det første uttrekket kom i 2005 fra det amerikanske oljeselskapet Kerr-McGee, som var involvert i omstridt oljevirkosomhet utenfor Vest-Sahara (regnet av FN som et ikke-selvstyrt område). I 2006 kom den mest profilerte atferdsbaserte utelukkelsen frem til da: Walmart ble ekskludert som følge av systematiske brudd på menneskerettigheter og arbeidstakerrettigheter, både i egne operasjoner og i leverandørkjeden. Saken var viktig fordi den viste at rammeverket også kunne brukes mot svært store, internasjonale selskaper.<sup>2</sup> En annen prinsipiell sak kom i 2009, da Etikkrådet anbefalte å utelukke det israelske selskapet Elbit Systems på grunn av leveranser av overvåkningssystemer til separasjonsmuren på Vestbredden. Etikkrådets tilrådning, som la Den internasjonale domstolens rådgivende uttalelse om lovmessigheten av separasjonsbarrieren til grunn,<sup>3</sup> etablerte presedens for senere utelukkelse knyttet til okkupasjonen i palestinske områder. Siden 2009 er flere selskaper ekskludert på grunnlag av involvering i brudd på grunnleggende internasjonale normer i okkupasjonsområder, herunder palestinske områder og Vest-Sahara. Alvorlig miljøskade er det temaet som har hatt flest tilrådninger fra Etikkrådet, med bred bransjedekning. Deretter følger saker knyttet til grove eller systematiske krenkelser av menneskerettigheter, krenkelser av individers rettigheter i krig og konflikt, og grov korrupsjon og annen grov økonomisk kriminalitet.

Som følge av krigen i Gaza og forverringen av situasjonen på Vestbredden tiltok i 2025 debatten om SPUs investeringer i selskaper koblet til palestinske områder. Kritikken mot fondets investeringer i israelske selskaper økte, ikke minst avsløringene om investeringen i selskapet Bet Shemesh Engines (som bedrev vedlikehold av israelske kampfly). I august 2025 ba Finansdepartementet om en bred gjennomgang av hele systemet for den ansvarlige forvaltningen knyttet til Israel-investeringene med tydelig forventning om at «Statens pensjonsfond utland skal ikke være investert i selskaper som medvirker til staters brudd på folkeretten.»<sup>4</sup>

Totalt solgte fondet seg ut av 32 israelske selskaper i løpet av andre halvår 2025. I august 2025 ble fire israelske banker og amerikanske Caterpillar utelukket – sistnevnte for leveranser av bulldosere brukt av israelske myndigheter til omfattende folkerettsstridige ødeleggelser av palestinsk eiendom. Utelukkelsen av Caterpillar utløste skarpe kommentarer fra enkelte amerikanske politikere og en uttalelse fra State Department om bekymring over beslutningen..

Selv om også andre utelukkelse har blitt fulgt av kritikk fra involverte stater,<sup>5</sup> skapte de amerikanske reaksjonene en større uro enn tidligere i norske politiske kretser. I en redegjørelse til Stortinget 23. oktober 2025 tok finansminister Jens Stoltenberg et overraskende skritt og trakk frem utelukkelsesrammeverket som et problem.<sup>6</sup> Stoltenberg advarte om at Etikkrådets arbeid kunne tvinge fondet til å vurdere utelukkelse av store teknologiselskaper som inngår tungt i globale indekser. Samtidig pekte han på paradokset ved at fondet har utelukket flere selskaper som produserer våpen som Norge selv kjøper eller som inngår i NATOs avskrekkingstrategi. Stortinget fulgte opp med vedtak 4. november 2025 som suspenderte tilrådningsordningen for utelukkelse. Dette markerte et historisk brudd med modellen slik den var blitt etablert i 2004.

Stortingets vedtak i november 2025 innebærer den mest omfattende endringen siden 2004. Etikkrådet kan ikke lenger gi tilrådninger om observasjon og utelukkelse, men skal kun gi anbefalinger om eierskapsutøvelse eller tilrådning om oppheving av tidligere beslutninger om observasjon og utelukkelse av selskaper. NBIM skal håndtere etiske problemstillinger gjennom «ordinær eierskapsutøvelse». Regjeringen fastsatte midlertidige retningslinjer som gjennomfører Stortingets vedtak.<sup>7</sup> Samtidig ble Gjedrem-utvalget etablert med mandat til å gi anbefalinger til et nytt etisk rammeverk for SPU innen oktober 2026.

Tidligere rådsledere, eksperter og sivilsamfunn har omtalt dette som en betydelig svekkelse av den uavhengige etiske kontrollen, med risiko for politisering, mindre transparens og avvik fra UNGPs og OECD-retningslinjenes forventning om effektiv respons ved alvorlige normbrudd. I et brev til norske myndigheter i mars 2026 understreket FNs arbeidsgruppe for næringsliv og menneskerettigheter at vedtaket om å fjerne mulighet for uttrekk ved brudd på internasjonale normer bryter med UNGP.<sup>8</sup>

NBIM kan fortsatt selge seg ut av selskaper basert på «bærekraftsrisiko» eller ESG-risikobaserte («environment, social, governance»: faktorer relatert til miljø, sosiale forhold og forretningsetikk). Dette er imidlertid rene finansielle vurderinger og skiller seg dermed fra eksklusjoner ut fra forventninger om å håndtere negative innvirkninger på menneskerettigheter eller miljø forbundet med investeringene. Det er heller ingen åpenhet om de spesifikke selskapene eller vurderingene gjort i forbindelse med risikobasert nedsalg. Risikobaserte nedsalg brukes også kun på relativt små investeringer på grunn av begrensningene på størrelsen på avvik fra indeksen («tracking error»). I følge NBIM, solgte fondet seg ut av 58 selskaper i 2025. 17 av disse var selskaper som ble tatt inn i fondets referanseindeks i løpet av året.<sup>9</sup>

### Etikkrådet og NBIM som ledende referanser – men også avvik mot UNGP

Etikkrådets anbefalinger har frem til november 2025 vært en internasjonalt ledende referanse for gjennomføring av etiske kriterier og betydelig åpenhet om utelukkelse. Dette sammen med SPU's praksis er relativt unikt for store statlige investeringsfond.

Samtidig – og selv om det eksisterende mandatet for SPU refererer eksplisitt UNGP og OECDs retningslinjer – har det ikke alltid har vært fullt samsvar med de internasjonale standardene i gjennomføringen av det etiske rammeverket. Etikkrådets tilrådningspraksis har lagt de etiske retningslinjene til grunn og har derfor i mindre grad anvendt UNGP og OECDs retningslinjer direkte. Gitt at Etikkrådets kriterier for utelukkelse har vært avgrenset til tilfeller der selskaper direkte forårsaker eller medvirker til alvorlige brudd, har UNGPs tredje kategori for involvering – direkte tilknytning gjennom forretningsforbindelser – i liten grad vært reflektert. Det betyr at en kategori saker som under UNGP og OECDs retningslinjer som kan utløse investoransvar dersom det dreier seg om alvorlige brudd, i mindre grad har vært dekket i praksis. Det etiske rammeverket og Etikkrådets praksis har heller ikke adressert selskapers ansvar for å bidra til oppreisning der alvorlig skade allerede har skjedd, til tross for at dette er en sentral dimensjon i både UNGP og OECDs rammeverk. Som blant annet referert til i Stortingsdebatten i juni 2025, har også terskelen for eksklusjon ofte blitt kritisert for å være for høy, slik at selskaper knyttet til alvorlige normbrudd kan ha forblitt i porteføljen.<sup>10</sup>

Et annet gap i implementeringen av det etiske rammeverket er at det ikke alltid har vært like tydelig at NBIM selv har et selvstendig ansvar for å gjennomføre egne regelmessige aktsomhetsvurderinger. Dette er en klar forventning i UNGP og OECDs rammeverk, som

innebærer ikke bare identifisering av risiko, men et sett med tiltak for å avdekke, forebygge, adressere og gjøre rede for påvirkninger forbundet med investeringene (> utdypet på s. 15).

### Indeksutfordringen

Begrunnelsen for å revidere de etiske retningslinjene ble i stor grad knyttet til risikoen for at fondet i teorien kunne utelukke teknologigiganter som Apple, Microsoft, Nvidia, Alphabet, Meta og Amazon –som typisk utgjør rundt 20 % av globale aksjeindekser. For et indeksnært fond som SPU vil derfor utelukkelse av slike selskaper medføre høy «tracking error» (avvik fra referanseindeksens avkastning) og risiko for systematisk å gå glipp av vesentlige deler av markedsavkastningen. Høye avvik fra referanseindeksen skaper utfordringer både finansielt og legitimitetsmessig. SPU's referanseindeks for aksjer fastsettes av Finansdepartementet, som tar utgangspunkt i FTSE Global All Cap.

Indeksutfordringen er reell, ettersom NBIM har et klart ansvar og utvetydig mandat for å sikre høyest mulig avkastning. Samtidig fritar ikke dette fondet fra det som følger av UNGP og OECDs retningslinjer med hensyn til ansvarlige investeringer. Det er ikke i samsvar med UNGP og OECDs retningslinjer å unnta grupper av selskaper med en slik begrunnelse.

Når en enkelt sektors vektning i indeksen brukes som argument for å svekke kriterier for ansvarlige investeringer, innebærer det i praksis at jo større og tyngre vektet en kategori selskaper er, desto svakere blir forventningene som stilles. Det bryter direkte med UNGP og OECDs rammeverk, som krever at investorer prioriterer de mest alvorlige risikoene for mennesker og miljø. En annen utfordring ved vedtaket som satte retningslinjene for observasjon og utelukkelse i bero er at også virksomheter i andre bransjer, og ikke bare store teknologiselskaper, faller utenfor. Ettersom uttrekk er en viktig del av verktøykassen for ansvarlige investorer i spekteret av tiltak for effektiv eierskapsutøvelse, påvirkes dermed hele strukturens evne til å adressere alvorlige konsekvenser relatert til menneskerettigheter og miljø på tvers av fondets portefølje.

### Det sikkerhetspolitiske argumentet

Utelukkelse av våpenprodusenter som medvirker til produksjon av kjernevåpen fremheves i Gjedrem-utvalgets mandat som et særlig dilemma, ettersom slike våpen inngår i NATOs avskrekkingstrategi, og flere av selskapene er viktige leverandører til det norske forsvaret.

Fra et ansvarlig investor-perspektiv er det imidlertid nødvendig å skille tydelig mellom statens rolle som ansvarlig for forsvar og sikkerhetspolitikk, og Norges Bank/NBIMs rolle som ansvarlig kapitalforvalter av en global investeringsportefølje. For ansvarlig forvaltning i tråd med internasjonale standarder blir da inngangen å vurdere risiko for at selskaper i porteføljen bryter grunnleggende folkerettslige normer.

Som aksjonær i et våpenproduserende selskap vil en investor være direkte tilknyttet hele selskapets virksomhet, herunder produksjon av våpen eller komponenter som er forbudt etter folkeretten, eller salg til stater involvert i alvorlige brudd på internasjonal humanitærrett. Selv for minoritetsaksjonærer medfører UNGP et ansvar for investoren til å håndtere risikoen for tilknytning til slik virksomhet (> utdypet på s. 14). For SPU spesifikt gjelder fondets investoransvar uavhengig av statens forpliktelser, samtidig som investoransvaret for SPU forsterkes ytterligere gjennom at statens plikt til å ivareta menneskerettigheter også omfatter statens rolle som økonomisk aktør.

Den sikkerhetspolitiske situasjonen i Europa har samtidig aktualisert behovet for et mer nyansert rammeverk for ansvarlige forsvarsinvesteringer. En gruppe investorer har derfor igangsatt arbeid med å utvikle en tilnærming som kombinerer respekt for internasjonale avtaler, internasjonal humanitærrett og aktsomhetsvurderinger i tråd med UNGP og OECDs retningslinjer. Arbeidet omfatter også teknologiselskapers økende rolle i forsvarssektoren og den gradvise utviskingen av skillet mellom sivil og militær virksomhet. Dette pågående arbeidet vil være høyst relevant å se til i arbeidet med nye retningslinjer for SPU.<sup>11</sup>

#### **Virkingen av utelukkelse for fondets finansielle avkastning**

NBIM rapporterer at avkastningen for fondets referanseindeks uten de utelukkede selskapene i perioden 2006-2025 har gitt en avkastning som er 2,42 prosentpoeng lavere enn den ville ha vært uten utelukkelse (dvs. sammenlignet med den originale referanseindeksen). På årlig basis tilsvarer dette 0,03 prosentpoeng lavere avkastning.

Samtidig har atferdsbaserte utelukkelse, særlig utelukkelse av selskaper som følge av alvorlig miljøskade, bidratt positivt med 0,01 prosentpoeng årlig høyere avkastning. For 2006-2025 var den samlede virkingen økt avkastning med 1,10 prosentpoeng sammenlignet med referanseindeks uten utelukkede selskaper. Det er særlig de produktbaserte utelukkelsene som har redusert den kumulative avkastningen på referanseindeksen for aksjer med om lag 3,51 prosentpoeng, eller 0,04 prosentpoeng årlig. Utelukkelse av våpenprodusenter har redusert avkastningen mest, men tobakksutelukkelse har også bidratt.<sup>12</sup>

## **2. FNs og OECDs retningslinjer - De sentrale internasjonale standardene for ansvarlig næringsliv og investeringer**

UNGP og OECDs retningslinjer utgjør til sammen den globale referansen for ansvarlig næringsliv og ansvarlige investeringer, med bred anerkjennelse og vedtatt av myndigheter. I norsk sammenheng har regjeringer på tvers av det politiske landskapet stilt seg bak disse internasjonale standardene

UNGP og OECDs retningslinjer fastsetter forventningene til hvordan virksomheter – inkludert investorer – skal identifisere, forebygge og håndtere risiko for skade på mennesker, miljø og samfunn gjennom risikobasert aktsomhet («due diligence»). Som internasjonale retningslinjer er de isolert sett ikke rettslig bindende, men tar utgangspunkt i og tydeliggjør eksisterende internasjonale forpliktelser. UNGP bygger direkte på internasjonal menneskerettsrett og praksis fra strafferett og erstatningsrett i nasjonale jurisdiksjoner. De presiserer hva eksisterende konvensjoner og rammeverk innebærer for ivaretagelse av menneskerettigheter i næringslivssammenheng. UNGP og OECD-retningslinjene har på kort tid fått stor innflytelse for lovgivning og virksomheters egne forpliktelser. De gjelder på tvers av bransjer, geografi og selskapsformer.

De ledende tolkningskildene er henholdsvis:

- UNGP: Organene i FN med mandat til å fremme UNGP, henholdsvis FNs høykommissariat for menneskerettigheter (OHCHR) og den uavhengige FN-arbeidsgruppen for næringsliv og menneskerettigheter som er utnevnt av FNs menneskerettighetsråd
- OECDs retningslinjer og tilhørende veiledning: OECDs sekretariat

### UNGP – globalt rammeverk for næringsliv og menneskerettigheter

UNGP fikk enstemmig tilslutning i FNs menneskerettighetsråd i 2011 etter en omfattende flerpartsprosess med deltakelse fra stater, næringsliv, investorer, fagbevegelse og

sivilsamfunn. Prosessen ble ledet av FNs spesialrepresentant John Ruggie, utnevnt av daværende Generalsekretær Kofi Annan. Opprinnelsen til FN-mandatet kan trekkes tilbake til Kofi Annans initiativ for å håndtere globaliseringens skyggesider, som omfattet lanseringen av FNs Global Compact for et ansvarlig næringsliv og forløperen til FNs utviklingsmål i år 2000. En viktig side av prosessen handlet om å ta utgangspunkt i praktiske erfaringer innen næringsliv og finans. Prinsippene skulle både ha solid forankring i eksisterende folkerett og være praktisk gjennomførbare.

Enigheten om UNGP var en milepæl for innsatsen med å fremme ansvarlig næringsliv. Den enstemmige støtten fra FNs medlemsland gav UNGP status som den (hittil eneste) globalt anerkjente standarden for ansvarlig næringsliv på menneskerettighetsområdet. De etablerte et felles rammeverk for forventninger til staters plikter og selskapers ansvar, og har blitt et referansepunkt i lovgivning, internasjonale standarder, finansinstitusjoners retningslinjer og selskapers styringssystemer verden over.

UNGP er strukturert rundt tre gjensidig forsterkende pilarer:

1. Statens plikt til å beskytte menneskerettighetene
2. Virksomheters selvstendige ansvar for å respektere menneskerettighetene
3. Tilgang til effektive klagemekanismer og oppreisning

Næringslivets ansvar for å respektere menneskerettighetene nedfelt i UNGP reflekterer en grunnleggende global norm og utgjør en global standard for forventet atferd. Ansvaret gjelder alle selskaper, uavhengig av størrelse, sektor eller operasjonell kontekst, eierskap og selskapsstruktur.

Konkret innebærer ansvaret å:

- Unngå å forårsake negative konsekvenser for menneskerettigheter gjennom egne aktiviteter og egen virksomhet – og håndtere slike konsekvenser når de oppstår.
- Unngå å bidra til negative konsekvenser for menneskerettigheter i egen virksomhet eller til brudd forårsaket av andre i virksomhetens verdikjede – og håndtere slike konsekvenser når de oppstår.
- Søke å forebygge eller begrense negative konsekvenser som er direkte knyttet til egen virksomhet, produkter eller tjenester gjennom forretningsforbindelser – det vil si konsekvenser forårsaket av forretningsforbindelser/andre i virksomhetens verdikjede og ikke av virksomheten selv, men som virksomheten er knyttet til gjennom forretningsforbindelsen.

Respekt for menneskerettigheter i henhold til UNGP refererer hovedsakelig til «International Bill of Human Rights» (FNs verdenserklæring om menneskerettighetene samt de to hovedkonvensjonene for henholdsvis sivile og politiske og økonomiske, sosiale og kulturelle rettigheter) og ILOs kjernekonvensjoner om grunnleggende arbeidstakerrettigheter. Når det er relevant, omfatter ansvaret også rettighetene til spesifikke grupper beskyttet gjennom egne menneskerettighetskonvensjoner, som barn, kvinner, minoriteter og urbefolkning. I tillegg presiseres det at internasjonal humanitærrett («krigens folkerett») får særlig betydning for næringsvirksomhet i konfliktområder, hvor selskaper må utvise skjerpet aktsomhet.

#### **Norges rolle – frem til 2025**

Norge var en sentral støttespiller i prosessen som ledet frem til UNGP-vedtaket i 2011. Den norske delegasjonen spilte en nøkkelrolle i å sikre enstemmighet blant FNs medlemsland. Daværende

utenriksminister Jonas Gahr Støre var personlig engasjert i prosessen for å sikre bred støtte for UNGP.<sup>13</sup> I forbindelse med FNs markering av UNGPs 10-årsjubileum i 2021, understreket daværende statsminister Erna Solberg viktigheten av UNGP og Norges sentrale rolle.<sup>14</sup>

Norge har også vært langt fremme i arbeidet med å sette UNGP og OECDs retningslinjer ut i livet nasjonalt. Åpenhetsloven var blant de første aktsomhetslovene for næringslivet globalt. SPUs eksplisitte inkludering av UNGP i eierskapsutøvelsen har også blitt trukket frem som en viktig referanse for hvordan institusjonelle investorer kan gjøre nettopp dette, i tråd med forventningene i UNGP.<sup>15</sup>

På bakgrunn av Norges viktige rolle i utviklingen av dette rammeverket for næringslivet har internasjonale eksperter uttrykt bekymring for Stortingets vedtak om å sette retningslinjene for observasjon og utelukkelse i bero. I mars 2026 sendte FNs ekspertgruppe som har mandat til å fremme UNGP, brev til norske myndigheter der de slo fast at vedtaket er uforenlig med UNGP.<sup>16</sup> At det var norske politikere som stod for et av de mest bemerkelsesverdige tilbakeslagene mot ansvarlig kapital i 2025 har vakt oppsikt internasjonalt.

### OECDs retningslinjer – en bred standard for ansvarlig næringsliv

OECDs retningslinjer for ansvarlig næringsliv er på sin side den ledende internasjonale standarden for å håndtere negativ påvirkning fra næringsvirksomhet på klima, miljø, sosiale forhold og styringsforhold. Retningslinjene dekker et bredere spekter av temaer enn UNGP, inkludert klima, miljø, korrupsjon, arbeidstakerrettigheter, forbrukerinteresser, skatt og åpenhet. Kapitlet om menneskerettigheter speiler UNGP. Retningslinjene som helhet bygger på modellen for aktsomhetsvurderinger («due diligence») fra UNGP. UNGP og OECDs retningslinjer gir uttrykk for de samme forventningene til næringslivets menneskerettsansvar. Tolkninger har utviklet seg i samspill, og kildene til tolkning er relevante for begge.

OECD-retningslinjene er vedtatt av alle OECDs medlemsland samt flere ikke-medlemmer, totalt 52 land. De fungerer som en felles politisk forpliktelse til forventninger om ansvarlig næringsliv og investeringer.

Retningslinjene ble først introdusert i 1976, og oppdateres jevnlig for å reflektere samfunnsutviklingen. I 2011 ble retningslinjene oppdatert basert på UNGPs modell for aktsomhetsvurderinger og kapitlet om menneskerettigheter ble tatt inn. Oppdateringen ble utarbeidet i koordinering med FNs spesialrepresentant for næringsliv og menneskerettigheter for å sikre full harmonisering med UNGP. I 2018 publiserte OECD veilederen som utdyper hvordan aktsomhetsvurderinger skal gjennomføres i praksis. I 2023 ble retningslinjene videre oppdatert, med skjerping av forventninger om blant annet klima og miljø. I tillegg har OECD utarbeidet tilhørende sektor- og temaveiledere, inkludert for finanssektoren og institusjonelle investorer (fra 2017).

OECDs retningslinjer bygger på det samme normative fundamentet som UNGP, men utvider ansvarsområdet til å omfatte respekt for mennesker, miljø og samfunn. Retningslinjene gjelder både for selskaper i «realøkonomien» og for finansforetak. Ansvarlig virksomhet innebærer at selskaper skal:

- Unngå å forårsake eller bidra til negative konsekvenser for mennesker, miljø eller samfunn, og håndtere slike konsekvenser når de oppstår.
- Søke å forebygge eller begrense negative konsekvenser for mennesker, miljø eller samfunn som er direkte knyttet til egen virksomhet, produkter eller tjenester gjennom

forretningsforbindelser – det vil si forårsaket av forretningsforbindelser/andre i virksomhetens verdikjede og ikke av virksomheten selv.

Ansvar skal operasjonaliseres gjennom risikobaserte aktsomhetsvurderinger for å forhindre og håndtere negative konsekvenser for mennesker, miljø og samfunn. OECD-retningslinjene understreker at ansvarlighet dreier seg ikke om størrelse på selskapet, men at alle må forholde seg til risiko for mennesker, miljø og samfunn.

### OECDs nasjonale kontaktpunkt – praktisk håndheving

De nasjonale kontaktpunktene fungerer som ikke-rettslige klagemekanismer for OECDs retningslinjer. Det norske kontaktpunktet har for eksempel behandlet flere saker mot norske selskaper. I en klage fra 2012 mot det sør-koreanske selskapet Posco som omhandlet negative sosiale konsekvenser av et stålverk i India, var også NBIM omfattet gjennom sin rolle som investor. Klagerne hevdet at to av investorene i Posco (ABP og NBIM) ikke traff tilstrekkelige tiltak for å forebygge eller avbøte selskapets negative innvirkning på menneskerettigheter og miljø. Saken slo fast at OECDs retningslinjer gjelder for investorer og minoritetsaksjonærer og ledet til utviklingen av OECDs sektorveiledning for institusjonelle investorer.<sup>17</sup> Selv om NBIM i et brev til OECD anbefalte at minoritetsaksjonærer skulle unntas fra OECD-retningslinjene,<sup>18</sup> slo veiledning for institusjonelle investorer tydelig fast at retningslinjene også gjelder minoritetsaksjonærer.<sup>19</sup>

### Aktsomhetsstandarden – kjernen i UNGP og OECD

Aktsomhetsvurderinger er metoden virksomheter skal bruke for å identifisere, forebygge og redusere negativ påvirkning. I realiteten er dette flere komponenter av det som skal være en kontinuerlig prosess og egnede tiltak (den norske oversettelsen «aktsomhetsvurderinger» kan være misvisende).

Ansvarlighet bør forankres i virksomhetens policyer og styringssystemer, mens gjennomføring av aktsomhet («due diligence») i praksis omfatter:

1. Kartlegging og vurdering av faktisk og potensiell negativ påvirkning
2. Innsats for å stanse, forebygge eller redusere negativ påvirkning
3. Måling av tiltak og resultater
4. Kommunikasjon om håndtering av risiko og negativ påvirkning

I tillegg bør virksomheten sørge for eller bidra til oppreisning der den har forårsaket eller bidratt til skade på mennesker, miljø eller samfunn.

Aktsomheten skal være risikobasert og stå i forhold til risikoenes alvor. UNGP og OECD presiserer at ansvaret gjelder både egen virksomhet og forretningsforbindelser, og da ikke bare i første ledd i verdikjeden. Intensjonen bak denne siste presiseringen er å hindre at selskaper kan «organisere seg bort» fra ansvar gjennom datterselskaper, outsourcing eller komplekse strukturer.<sup>20</sup> For virksomheter med mange tusen forretningsforbindelser er det imidlertid ikke forventet at alle kan vurderes enkeltvis. I slike tilfeller skal virksomheten avdekke og prioritere de områdene der risiko for negativ påvirkning på mennesker og miljø er størst og mest alvorlig.

Forventningene til handling varierer med hvordan virksomheten er knyttet til risiko eller skade:

- Hvis de forårsaker faktisk eller potensiell skade: må stanse den negative påvirkningen og rette opp.
- Hvis de bidrar til faktisk eller potensiell skade: stanse eget bidrag og bruke påvirkningskraft for å redusere skade, og delta i gjenoppretting.
- Hvis de er direkte tilknyttet skade via forretningsforbindelser og verdikjede: bruke påvirkningskraft, vurdere forholdets betydning, alvorlighetsgrad og potensial for forbedring.

Situasjoner der en virksomhet i utgangspunktet er direkte tilknyttet kan over tid gli over i situasjoner som kan vurderes som bidrag eller medvirkning. Det gjelder særlig dersom alvorlige brudd er kjent eller burde ha vært kjent og ikke adresseres. SPUs uttrekk av Caterpillar for bulldosere brukt til ulovlig ødeleggelse av palestinsk eiendom illustrerer en slik logikk (selv om UNGP ikke er anvendt eksplisitt av Etikkrådet). Til tross for at Caterpillar i utgangspunktet «bare» er direkte tilknyttet skadene via sine produkter, og ikke selv forårsaker bruddene på internasjonal humanitærrett, er bulldosernes sluttbruk velkjent. Selskapet mangler tilfredsstillende tiltak på tross av kjent risiko over mange år. Risiko for medvirkning ble av Etikkrådet derfor vurdert som uakseptabel.

#### **Aktsomhetsstandardens inntog i lovverk og marked**

UNGP- og OECD-standardene har i økende grad blitt tatt inn i nasjonale og regionale lovverk. I Norge krever åpenhetsloven at virksomhetene omfattes av loven eksplisitt gjennomfører aktsomhetsvurderinger i samsvar med OECDs retningslinjer (avgrenset til menneskerettigheter og anstendige arbeidsforhold, så implisitt kapitlet om menneskerettigheter og UNGPs andre pilar).

Tilsvarende lovgivning er vedtatt eller under utvikling i en rekke land i flere regioner (f.eks. i Asia). EUs aktsomhetsdirektiv for store selskaper (Corporate Sustainability Due Diligence Directive), er basert på UNGP og OECDs rammeverk. Direktivet for bærekraftsrapportering (Corporate Sustainability Reporting Directive – CSRD) bygger også på UNGPs og OECDs aktsomhetsstandard i kravet om at selskaper skal identifisere vesentlig påvirkning på mennesker, miljø og samfunn som er de forbundet med gjennom egen virksomhet og verdikjeden.

Parallelt siden 2011 har tusenvis av selskaper innarbeidet UNGP- og OECD-prinsippene i egne policyer, styringssystemer og krav til forretningsforbindelser. Det samme gjelder investorer, hvor ansvarlige investeringsrammeverk, eierskapsprinsipper og due diligence-prosesser bygger på den samme metodikken.

#### Avslutning av forretningsforhold («exit»)

UNGP og OECDs rammeverk slår fast at avslutning av forretningsforhold bør vurderes dersom en forretningsforbindelse er involvert i alvorlig negativ påvirkning på mennesker, miljø eller samfunn og det ikke er mulig å utøve eller få tilstrekkelig innflytelse til å påvirke situasjonen. Beslutningen skal baseres på virksomhetens påvirkningskraft, alvorlighetsgrad og varighet av skaden og hensynet til berørte mennesker. Dersom alvorlige brudd vedvarer uten reell forbedring, forventes virksomheten å vurdere avslutning av forretningsforbindelsen – eller dokumentere fortsatt innsats for å adressere bruddene og være forberedt på omdømme-, økonomiske og juridiske konsekvenser ved å bli værende.

#### UNGP og OECDs retningslinjer gjelder også investorer og forvaltere

UNGP og OECDs retningslinjer gjelder for alle virksomheter i alle bransjer, inkludert finanssektoren og investorer – uavhengig av eierskap. Det omfatter både kapitaleiere («investoren») og kapitalforvaltere.<sup>21</sup>

Investorer og forvaltere har et selvstendig ansvar for å identifisere, forebygge og håndtere faktisk og potensiell skade på mennesker, miljø og samfunn – uavhengig av staters plikter og

porteføljeselskapers ansvar. Investorer er normalt «direkte tilknyttet» porteføljeselskapers skade gjennom sine investeringer. Ved vedvarende, svært alvorlige brudd kan dette over tid gli over i bidrag eller medvirkning.

Ansvarer gjelder uavhengig av investeringsstrategi – også ved passiv og indeksnær forvaltning. Liten eierandel fritar ikke for ansvar selv om det kan påvirke hvilke virkemidler som er tilgjengelige.

### Aktsomhet i praksis for ansvarlig kapitalforvaltning

Aktsomhetsvurderinger etter UNGP og OECDs retningslinjer er selve kjernen i ansvarlig kapitalforvaltning og gjelder fullt ut for SPU og NBIM, som for andre institusjonelle investorer. Ansvarligheten må være forankret i styringssystemene, med en policy som fastsetter forpliktelser til menneskerettigheter, arbeidstakerrettigheter, miljø og antikorrupsjon etc., innlemmet i styringsstruktur, rapporteringslinjer, risikostyring og insentiver. For NBIM betyr dette at aktsomhet må inngå i den ordinære investeringsprosessen og ikke behandles som en sideaktivitet. Ansvarer kan heller ikke skyves over på Etikkrådet – selv om vurderinger kan delegeres, er NBIM ansvarlig for å gjennomføre eventuelle funn. Ansvarlighet i praksis krever også klare forventninger til eksterne forvaltere, dataleverandører, indeksleverandører og porteføljeselskaper, og at kapitaleieren – representert ved Finansdepartementet – eksplisitt forankrer krav om aktsomhet i tråd med UNGP og OECDs rammeverk i mandatet.

Et sentralt punkt for gjennomføringen er å identifisere og vurdere faktiske og potensielle negative konsekvenser for mennesker, miljø og samfunn på tvers av hele porteføljen, både før investeringer og løpende. Dette skal gjøres risikobasert, med særlig prioritet på sektorer, geografier og forretningsmodeller der risikoen for alvorlige brudd er størst.

For å gjennomføre aktsomhetsvurderinger i tråd med UNGP og OECDs retningslinjer, bør risikoovervåking og vurderinger støtte seg på uavhengige og troverdige kilder – ikke kun selskapers egenrapportering eller ESG-dataleverandører, som FN og OECD advarer mot å bruke alene i høyrisikokontekster.<sup>22</sup>

KI-verktøy gjør bred risikoovervåking mer gjennomførbar og NBIM overvåker allerede rundt 8 500 selskaper i sanntid.<sup>23</sup> Samtidig er informasjonstilgang i noen kontekster svært begrenset, som også vil gjøre overvåking av visse risikobilder krevende, selv for en forvalter med store ressurser.

Når alvorlig risiko eller faktiske brudd avdekkes, er det en tydelig forventning om å iverksette tiltak gjennom aktivt eierskap: dialog, krav om egne aktsomhetsvurderinger, stemmegivning, samarbeid med andre investorer og eventuelt press mot indeks- og dataleverandører. Tiltakene må prioritere de mest alvorlige konsekvensene, og dersom påvirkning ikke virker, bør nedsalg eller uttrekk vurderes i tråd med UNGP og OECDs rammeverk. Aktsomhet i praksis innebærer videre å overvåke om tiltak faktisk reduserer risiko, inkludert i konfliktområder, og justere innsatsen der det er nødvendig.

Åpenhet er et grunnprinsipp – både om prosesser, risikovurderinger og uttrekk – samtidig som sekvens og form på kommunikasjon kan balanseres opp mot hensynet til markedsforstyrrelser.

Til slutt innebærer UNGP og OECDs rammeverk at investorer også bør spille en rolle i gjenoppretting i de sjeldne tilfellene der en investor forårsaker eller bidrar til skade, enten

gjennom egne beslutninger, handlinger eller unnlater. Det forventes da at investoren aktivt bidrar til eller samarbeider i å rette opp skade. Det mest vanlige er tilfeller der en investor er direkte tilknyttet skade via porteføljeselskapet. I disse tilfellene, er ansvaret å bruke, og hvis nødvendig, øke påvirkningskraften for å sikre at virksomheten som forårsaker skade retter opp denne, for eksempel gjennom økonomisk kompensasjon, skadebegrensning og forebygging av gjentakelse. Dette kan omfatte aktiv dialog, eskaleringsstrategier, investorsamarbeid, og, der det er hensiktsmessig, vurdere å avslutte investeringen hvis det ikke er mulig å påvirke i positiv retning. FN anbefaler også at investorer etablerer mekanismer for å motta bekymringsmeldinger om alvorlige brudd i porteføljen, selv om dette hittil har vært lite utbredt i finanssektoren.

### Ansvarer gjelder også for minoritetsaksjonærer

Minoritetsaksjonærer har det samme ansvaret etter UNGP og OECDs retningslinjer som andre investorer, selv om graden av faktisk innflytelse kan variere. Selv svært store institusjonelle investorer som SPU vil ofte være små eiere i mange selskaper. Samtidig er det viktig å understreke at selv små eierposter ikke nødvendigvis er ensbetydende mangel på innflytelse eller mulighet til å bygge påvirkningskraft.

I enkelte markeder kan eierstrukturer, styringspraksis eller aktivklasser som obligasjoner begrense muligheten til å utøve påvirkning. Likevel understreker FN- og OECD-veiledningen at ansvaret gjelder uavhengig av investeringsform. Minoritetsandeler utgjør en forretningsforbindelse under UNGP/OECD-rammeverket. Investoren er dermed direkte knyttet til eventuelle negative konsekvenser forårsaket av selskapet. Dette innebærer et ansvar for å identifisere, forebygge og adressere alvorlig risiko og skade – uavhengig av eierandelens størrelse.

FNs høykommissariat for menneskerettigheter (OHCHR) har presisert at «påvirkningsmulighet ikke er en matematisk beregning som automatisk tilsvare eierandelen i prosent» og at «spørsmålet om en investor har påvirkningsmulighet til å skape endring er atskilt fra spørsmålet om ansvaret i utgangspunktet foreligger.»<sup>24</sup>

Dersom investoren kan påvirke utfallet, forventes denne påvirkningskraften brukt, blant annet gjennom aktivt eierskap, aksjonærforslag, stemmegivning og samarbeid med andre investorer. Dersom et selskap forårsaker alvorlige brudd og ikke viser vilje til forbedring til tross for investorpress, bør investoren vurdere å avslutte investeringen. Det sentrale poenget er at en aksjonær per definisjon eier en andel av selskapet, og dermed er direkte tilknyttet eventuelle faktiske eller potensielle negative påvirkninger selskapet er involvert i, uavhengig av eierandelens størrelse. I praksis er så godt som alle investorer i aksjemarkedet minoritetsaksjonærer. Dersom alle la til grunn at en minoritetsposisjon er for liten til å gi reell påvirkningskraft, ville konsekvensen i praksis være prinsippløst eierskap på tvers av hele markedet. Skillet som ofte trekkes mellom aktiv og passiv forvaltning er relevant for vurderinger av handlingsrom, men passive investeringer innebærer også eierskap – og dermed ansvar. Også indeksinvesteringer innebærer aktive valg.

Vurderingene er tilsvarende for gjeldsinvestorer, der tilknytningen etableres gjennom eierskap i en del av selskapets gjeld, selv om de praktiske implikasjonene varierer. Ved utstedelse av gjeld i primærmarkedet kan forhandlingsmakten være større og mer direkte enn det som er tilfellet i sekundærmarkedet for verdipapirer.

### Uttrekk – en nødvendig del av verktøykassen for ansvarlige investeringer

Det følger av UNGP og OECDs retningslinjer i investeringsammenheng at uttrekk bør vurderes dersom andre virkemidler er forsøkt og feilet. Uttrekk er et legitimt virkemiddel i verktøykassen for ansvarlige investeringer. Det er ikke et mål i seg selv, men en konsekvens når påvirkning ikke fører frem, når selskaper ikke viser vilje til forbedring, eller når alvorlighetsgraden av normbruddene gjør fortsatt eierskap uforsvarlig. Fortsetter man å være eksponert mot svært alvorlige brudd over tid, har FN presisert at også en investor vil kunne anses å bevege seg fra «direkte tilknyttet» til bidrag eller medvirkning. For eksempel kan fortsatt kapitaltilførsel eller legitimering av porteføljeselskapet i situasjoner der alvorlige brudd er kjent – eller burde ha vært kjent – spille inn i en slik vurdering.<sup>25</sup>

OECD- og FN-veiledning understreker at investoransvar først og fremst handler om å bruke eller styrke innflytelse for å håndtere alvorlig skade eller risiko forbundet med porteføljeselskaper. Samtidig understrekes det for særlig grove forhold der det er lite sannsynlig at tiltak vil ha effekt, bør uttrekk vurderes raskere. OECD-veilederen for institusjonelle investorer fastslår at eksklusjon kan også være en første respons ved særlig grove forhold..

For investorer innebærer dette at uttrekk må være en integrert del av verktøykassen: Uten mulighet til å avslutte et forretningsforhold blir aktivt eierskap i praksis tannløst, og selskaper kan velge å ignorere dialog og krav. Manglende adgang til uttrekk svekker troverdigheten til investorens forpliktelse til ansvarlige investeringer. Basert på samtaler med store selskaper i ulike bransjer over flere år er det tydelig at mange legger stor vekt på beslutningene til SPU. Et annet poeng her er at observasjon og eksklusjon i mange tilfeller kan ha hatt en positiv effekt som virkemiddel, ettersom selskaper også har blitt tatt inn igjen i investeringsuniverset når det har skjedd forbedringer i praksis.

I Gjedrem-utvalgets mandat bes utvalget vurdere om de nye etiske retningslinjene bør legge økt vekt på eierskapsutøvelse. Her er det viktig å presisere at UNGP og OECDs retningslinjer ikke innebærer et valg mellom aktivt eierskap og uttrekk, men en risikobasert prosess der virkemidlene brukes komplementært. Eierskapsutøvelse er forventet som første tiltak, men uttrekk bør vurderes når påvirkning ikke virker og alvorlighetsgraden tilsier det. Mandatets spørsmål om å «gi eierskapsutøvelse større vekt» bør derfor forstås som et spørsmål om systematikk og kvalitet – ikke et skifte bort fra uttrekk. Samtidig vil det være betydelige begrensninger for eierskapsutøvelse i mange sammenhenger gitt faktorer som selskapers handlingsrom eller forretningsmodell.

Prinsippene for hvordan eierskap og uttrekk skal kombineres er allerede tydelig definert i UNGP/OECDs rammeverk: vurderingene skal baseres på alvorlighetsgrad og påvirkningsmulighet, og tiltak skal eskaleres i tråd med risiko.

#### **En vanlig misforståelse i debatten om utelukkelse**

Påstanden i norsk debatt om at etiske eksklusjoner ikke har effekt eller bare medfører tapt avkastning bygger på en misforståelse av hva ansvarlig kapitalforvaltning innebærer. Dette perspektivet forutsetter at investoren kun skal maksimere finansiell avkastning. Det overser at UNGP og OECD-rammeverket pålegger investorer et selvstendig ansvar for å forebygge, redusere og – der nødvendig – avbryte tilknytning til alvorlige brudd på menneskerettigheter, internasjonal humanitærrett og andre grunnleggende normer. Med eierskap følger ansvar: dersom påvirkning ikke er mulig eller risikoen er så alvorlig at eierskap ikke kan forsvares, bør investoren enten vurdere å trekke seg ut eller åpent redegjøre for hvorfor investeringen opprettholdes og hvilke tiltak som iverksettes. Eksklusjon er derfor ikke symbolpolitikk, men kan være et nødvendig virkemiddel

for å sikre at investorer ikke forblir direkte knyttet til handlinger som strider mot folkeretten og internasjonale standarder.

Sammenheng mellom etisk og ansvarlig selskapspraksis og lønnsomhet er kompleks og kan gå ulike veier. Argumentasjon om at etiske eksklusjoner er «selvskading» for en investor overser ofte at for investorer med lang tidshorisont er ansvarlig næringsliv et fundament for stabile samfunn og velfungerende markeder, som er avgjørende for å bevare verdier på lengre sikt. Også på kortere sikt kan selskapspraksis som bryter med grunnleggende normer medføre lavere avkastning på enkelt-selskapsnivå. NBIMs egne data om effektene av ESG-risikobaserte nedslag kan være en indikasjon i denne retningen. En studie gjennomført av UNDP basert på data fra 235 globale selskaper peker også på en mulig positiv finansiell effekt hos selskaper som kan dokumentere robust styring av risikoer relatert til menneskerettigheter.<sup>26</sup> Samtidig er det viktig å presisere at ansvarlig næringsliv i tråd med internasjonale normer og standarder er en grunnleggende norm og forventning som er uavhengig av hensyn til lønnsomhet og avkastning. Den grunnleggende normen om at næringsvirksomhet ikke skal forårsake eller støtte opp om alvorlig skade på mennesker, miljø og samfunn – og at det finnes grenser for hva det er akseptabelt å tjene penger på – er også en grunnverdi i norsk samfunnsnivå, som jo var utgangspunktet for SPUs etiske rammeverk. En undersøkelse gjennomført av sivilsamfunnsorganisasjoner i 2026 indikerer at et flertall i befolkningen aksepterer lavere avkastning for SPU dersom det bidrar til å unngå menneskerettighetsbrudd. Dette synet går ifølge undersøkelsen også på tvers av partipolitiske preferanser.<sup>27</sup>

### Krav til åpenhet

UNGP og OECDs retningslinjer forventer åpenhet om vurderinger og tiltak. Samtidig åpnes det for fleksibilitet i krevende situasjoner der full transparens kan svekke effekten av eierskapsutøvelse eller utsette berørte grupper for risiko.

Hovedpoenget er at kommunikasjon må styrke – ikke undergrave – målet om å redusere skade for mennesker og miljø. For eksklusjon er det som regel god praksis å være åpen om begrunnelser, ettersom det også kan bidra til at andre investorer kan dra nytte av informasjon om avdekkede forhold og hvordan de er håndtert. Samtidig kan det i enkelte tilfeller diskresjon være nødvendig med diskresjon, så lenge investoren kan dokumentere at aktsomhet er utført. For svært store investorer som SPU innebærer dette en særskilt balanse: ivaretagelse av åpenhetshensyn samtidig som hensyn til markedspåvirkning, kursbevegelser og juridisk risiko krever begrenset synlighet før salg er gjennomført. Etter vedtak må tidspunkt og form på offentliggjøring vurderes nøye. Etikkrådet kan som uavhengig organ bidra til transparens på områder der Norges Bank har mindre handlingsrom.

Offentliggjøringen av Etikkrådets tilrådninger har gitt betydelig innsyn i hvordan enkelt-selskaper vurderes i lys av fondets etiske retningslinjer. Dette representerer i seg selv en viktig operasjonalisering av åpenhetsprinsippet. Erfaringen illustrerer hvilken rolle et uavhengig faglig organ kan spille som supplement til forvalterens egne prosesser.

UNGP og OECDs rammeverk gir klare prinsipper for kommunikasjon, men også rom for pragmatiske løsninger, forutsatt at investoren viser at vurderinger og tiltak er gjennomført og at hensynet til ansvarlighet og berørte grupper er ivaretatt.

### Er noen investeringer «avgjørende» for indeksnær forvaltning?

UNGP og OECD-veiledningen åpner for at enkelte forretningsforhold kan være «avgjørende» der virksomheten er avhengig av en aktør som leverer uunnværlige produkter eller tjenester uten realistiske alternativer. I slike tilfeller kan uttrekk være praktisk vanskelig, men det fritar ikke virksomheten fra ansvar. Dersom det foreligger alvorlige menneskerettighetsbrudd som ikke lar seg påvirke i positiv retning, må alvorlighetsgraden tillegges stor vekt. Virksomheten må da kunne dokumentere kontinuerlige forsøk på å redusere skade – og være

klar over at fortsatt tilknytning kan føre til omdømmemessige, økonomiske eller juridiske konsekvenser.

OECD-veilederen for institusjonelle investorer peker på at som regel vil enkeltelskaper ikke være «avgjørende» for en investors portefølje, men at det kan være relevant for noen investeringsmandater der enkelte selskapskategorier er nødvendige for porteføljediversifisering.<sup>28</sup> Dette endrer imidlertid ikke forventningene som følger av UNGP og OECDs retningslinjer. Alvorlige brudd må møtes med eskalering, strenge forventninger og dokumenterbar innsats for å redusere skade.

Argumentasjon som innebærer at store teknologiselskaper er «avgjørende» for indekxnær strategi og dermed må unntas fra ansvarlige investeringskriterier, er ikke i tråd med UNGP og OECDs retningslinjer. Begrensninger i mandat eller indeks kan gjøre uttrekk mer vanskelig. Det gjør imidlertid ikke ansvaret mindre for å opparbeide og utøve maksimal innflytelse, skjerpe aktsomheten og eskalere tiltak når risiko er alvorlig. UNGP og OECDs retningslinjer legger til grunn eskalering av tiltak jo mer alvorlige normbrudd det er snakk om. Det er ingen åpning for at hele kategorier av selskaper behandles som «for store til å holdes ansvarlige». Dersom påvirkning ikke virker og alvorlige konsekvenser vedvarer, bør selv indeksstyrte forvaltere vurdere uttrekk eller være klare på svakhetene i mandatet. Argumentet om «avgjørende» forretningsforhold kan gi nyanse, men aldri immunitet. Tvert imot, jo mer systemisk viktige selskaper er, jo sterkere er forventningene til aktsomhet og eierskapsutøvelse. Om noe, styrker den systemiske betydningen av store teknologiselskaper argumentet for skjerpet aktsomhet og styrket eierskapsutøvelse – ikke fritak. Logikken som følger av UNGP og OECDs retningslinjer er ikke binær («dialog eller salg»), men progressiv («identifiser, forebygg, begren, avhjelp, eskalér»<sup>29</sup>).

Selskaper ekskludert av Norges Bank, tas rutinemessig ut av referanseindeksen som settes av Finansdepartementet, for at utelukkelsene ikke skal påvirke kravet om å begrense store avvik fra indeksen. Samtidig er det ikke til å unngå at fondet i offentligheten måles på hvordan avkastningen er i forhold til markedsindeks. For store avvik vil føre til debatt uavhengig av om den offisielle referanseindeksen justeres. Som ansvarlig investor må man være forberedt på dette og kunne forsvare de valg som tas.

### Hva sier UNGP og OECDs retningslinjer om «eksklusjon»?

Offentliggjøring av eksklusjonslister – med informasjon om hvilke selskaper som er utelukket fra «investeringsuniverset» på grunnlag av produkt- eller normbaserte kriterier – har utviklet seg til en relativt utbredt praksis blant investorer forpliktet til ansvarlige investeringer de siste 20 årene. UNGP og OECDs retningslinjer bruker ikke begrepet «eksklusjon» eksplisitt.

I utgangspunktet tilsier ikke UNGP og OECDs retningslinjer at bransjer, produkter eller geografiske områder skal unngås på generelt grunnlag. Snarere tvert imot med mindre det er åpenbart at virksomheten eller investeringen uvegerlig vil medføre alvorlig skade på mennesker, miljø eller samfunn. Det som kreves, er risikobaserte aktsomhetsvurderinger for alle investeringer, ettersom også selskaper utenfor forhåndsdefinerte eksklusjonskategorier kan være involvert i praksiser som innebærer alvorlig risiko. Diskusjonen om store teknologiselskaper illustrerer problemet med at betydelige risikofaktorer kan gå utenfor radaren når en sektor anses som «lav risiko» fra et bærekrafts- eller ansvarlig næringslivsperspektiv. Teknologiselskapene har i finansmarkedene vært oppfattet som ukontroversielle og har dominert såkalte bærekraftige fond til tross for at deres

forretningsmodeller og verdikjeder kan involvere svært alvorlig påvirkning på mennesker og samfunn, noe som ikke fanges opp av standard sektorbaserte kriterier.<sup>30</sup>

Norm- eller atferdsbaserte kriterier er derimot ofte direkte forankret i UNGP og OECDs retningslinjer, eller ligger nærmere deres underliggende logikk. Flere investorer har videreutviklet slike kriterier i tråd med UNGP, blant annet gjennom vurderinger av problematiske praksiser – som lobbyvirksomhet som undergraver klimalovgivning – samt indikatorer og «røde flagg» for risikofylte forretningsmodeller.<sup>31</sup>

I alle tilfelle presiserer FN at det følger av UNGP at der en investering er direkte knyttet til alvorlig skade på mennesker og investoren ikke lykkes med å utøve innflytelse over situasjonen, bør utsalg vurderes.<sup>32</sup> I OECD-veiledningen for institusjonelle investorer presiseres det at uttrekk (salg eller nedsalg) i investeringssammenheng kan inkludere «eksklusjon» eller utelukkelse. «Eksklusjon» i snever forstand, forstått som formell listeføring, er heller ikke et krav i UNGP og OECDs retningslinjer selv i situasjoner der ansvarlige investorer beslutter å selge seg ut. Likevel vil offentliggjøring av uttrekk normalt være god praksis, ettersom risikovurderinger og tiltak for håndtering av alvorlig skade på mennesker, miljø og samfunn forbundet med investeringene bør kommuniseres utad. Synlighet rundt eksklusjon og begrunnelser kan gi viktige læringseffekter, bidra til konsistens blant ansvarlige investorer og sende tydelige signaler til både det berørte selskapet og markedet for øvrig.<sup>33</sup>

#### «Direkte tilknytning» og ansvar – uavhengig av investeringsstrategi

Investorer og kapitalforvaltere viser ofte til begrenset eierskap eller passiv forvaltning som grunnlag for redusert ansvar. En slik tilnærming er imidlertid ikke i samsvar med UNGP og OECDs retningslinjer. Disse legger til grunn at:

- Direkte tilknytning foreligger i de fleste investeringsforhold der porteføljeselskaper er involvert i alvorlige negative konsekvenser for mennesker, miljø eller samfunn.
- En slik direkte tilknytning utløser ansvar for å opparbeide seg og bruke all tilgjengelig påvirkningskraft til å forebygge skade eller håndtere identifisert faktisk skade.
- For passiv forvaltning gjelder ansvaret i like stor grad, men virkemidlene kan være annerledes, herunder påvirkning av eksterne forvaltere, påvirkning av indeksleverandører, offentlig kommunikasjon, samarbeid i store investorgrupper og stemmegivning i kraft av eierandelene.

Å «følge indeksen» gir ingen unntak fra ansvaret etter UNGP og OECDs retningslinjer.<sup>34</sup> Det finnes ingen hvilepute for fond eller investorer som kun følger en indeks.

Også for indekxnære fond og indeksfond innebærer UNGP og OECDs retningslinjer at uttrekk av enkeltelskaper bør vurderes når situasjonen tilsier det. Alvorlighetsgraden av identifiserte konsekvenser vil være en særlig sentral faktor. Mens det for passive forvaltere i praksis kan være lang vei frem til uttrekk, bør det likevel vurderes i alvorlige tilfeller. Der indeksmandat begrenser handlingsrom, bør passive forvaltere være tydelige om dette og utforske ulike virkemidler. Enkeltinvestorer og enkeltforvaltere vil som regel ha begrenset innflytelse på indeksleverandører da dette er en systemutfordring som gjelder ansvarlige investorer bredt. Her vil det være nødvendig med samarbeid mellom flere aktører for blant annet å legge press på indeksleverandører for å utelukke selskaper involvert i alvorlige brudd på internasjonale standarder.

## Hvordan øke påvirkningskraften når det er nødvendig for å sikre ansvarlig forvaltning

Selv om det i praksis kan være begrensninger for hvor stor innflytelse investorer har over porteføljeselskapers atferd, er det ikke graden av faktisk påvirkningskraft som avgjør investorens ansvar. Etter UNGP og OECDs retningslinjer er det avgjørende at investorer gjennomfører aktsomhetsvurderinger og bruker den påvirkningen de faktisk har, på en målrettet og effektiv måte.

Når porteføljeselskaper er involvert i negative konsekvenser for mennesker, miljø og samfunn – eller står overfor alvorlig risiko – uten å vise tilstrekkelig vilje til å adressere situasjonen, vil det ofte være nødvendig å styrke påvirkningskraften. Veiledningen fra FN og OECD peker på en kombinasjon av komplementære strategier:

- Samarbeid med andre investorer
  - o Delta i koalisjoner, allianser og tematiske initiativer
- Kapitalalokeringstilpasninger, for eksempel å avstå fra å rulle over gjeld ved forfall, som representerer et konkret virkemiddel for ansvarlige investorer i rentemarkedet
  - o Bruke samordnede virkemidler som felles brev, aksjonærforslag, resolusjoner og koordinerte møter med porteføljeselskaper
- Aktiv og konsekvent stemmegivning
  - o Bruke stemmeretten strategisk, basert på beslutningsgrunnlag for aksjonærforslag som berører ansvarlig virksomhet og som er forankret i UNGP og OECDs retningslinjer
  - o Støtte forslag som fremmer aktsomhetsvurderinger, styrket selskapsstyring og forbedret arbeid med miljø og menneskerettigheter
  - o Stemme mot styre og ledelse ved alvorlig mislighold eller manglende respons
- Krav i avtaler
  - o Stille kontraktuelle krav til eksterne forvaltere og dataleverandører
  - o Fastsette krav til rapportering, datatilgang og klare konsekvenser ved manglende etterlevelse
- Krav rettet mot styre og ledelse i porteføljeselskaper
  - o Etterspørre styremedlemmer med relevant kompetanse innen ansvarlig næringsliv
  - o Kreve forbedret rapportering, styring, risikoovervåkning og effektive varslingsmekanismer
- Dialog med myndigheter og standardsettere
  - o Bidra til utvikling av regelverk, rapporteringsrammer og ESG-standarder, med eksplisitt mål om samsvar med UNGP og OECDs retningslinjer
  - o Arbeide for forbedringer hos indeks- og dataleverandører i tråd med UNGP og OECDs retningslinjer, særlig i lys av vedvarende svakheter i markedet for tilgjengelige, pålitelige og beslutningsrelevante selskapsdata<sup>35</sup>

Selv som et av verdens største fond som SPU vil stå overfor mange av de samme strukturelle begrensningene som andre investorer når ansvarlig investeringsvirksomhet skal operasjonaliseres. Som et statlig eid fond kan handlingsrommet påvirkes ytterligere av diplomatiske og politiske relasjoner, med høyere eksponering for risiko for gjengjeldelse eller politiske konsekvenser, som kan ramme direkte eller indirekte. Amerikanske trusler i kjølvannet av utelukkelsen av Caterpillar er en av de tydeligste illustrasjonene av denne risikoen i fondets historie. Slike begrensninger og risikofaktorer til tross – det finnes handlingsrom for ansvarlige investorer og forvaltere. Ikke minst når store investorer handler

koordinert med en sterk forankring i internasjonale standarder, kan bildet endres og risikoen for at enkeltinvestorer alene eksponeres for kostbar konfrontasjon reduseres.

### Verdikjede-relaterte vurderinger

Gjedrem-utvalgets mandat ber utvalget vurdere i hvilken grad selskaper som leverer produkter og tjenester i en verdikjede kan anses å medvirke til normbrudd, herunder om det bør skilles mellom produkter med én bestemt anvendelse og såkalte «dual use»-produkter (teknologi, utstyr eller kunnskap kan brukes til både sivile og militære formål – for eksempel droner, kjemikalier eller krypteringsprogramvare).

UNGP og OECDs retningslinjer gir et klart rammeverk hvordan slike spørsmål skal vurderes i investeringssammenheng. Det avgjørende er ikke om et produkt har legitime sivile bruksområder, men om det foreligger en faktisk eller potensiell tilknytning til alvorlig skade på mennesker eller miljø. Investorer skal vurdere om varer, tjenester eller teknologi er direkte knyttet til handlinger som strider mot internasjonale normer, inkludert alvorlige brudd på menneskerettigheter og internasjonal humanitærrett.

Over tid kan direkte tilknytning utvikle seg til medvirkning dersom risikoen er kjent, eller burde vært kjent, og selskapet ikke setter inn tilstrekkelige tiltak. Dette gjelder særlig ved systematiske og svært alvorlige forhold. For «dual use»-produkter innebærer dette at ansvar ikke bortfaller fordi produktet også har legitime anvendelser. Aktsomhetsvurderinger må være kontinuerlige (også fordi bruksområder kan endre seg), risikobaserte og stå i forhold til alvorlighetsgrad.

Gjedrem-utvalget er også bedt om å vurdere om det bør legges vekt på hvor stor andel av et selskaps virksomhet som kan knyttes til normbrudd. Innføring av prosentvise terskler for avgrensning av ansvar vil imidlertid være uforenlig med UNGP og OECDs retningslinjer. Ansvar utløses av tilknytning til alvorlig skade – gjennom forårsaking, bidrag eller direkte tilknytning – og av alvorlighetsgrad, ikke av omfanget målt i prosent av virksomheten. Å sette slike kvantitative terskler vil stride mot rammeverkets risikobaserte logikk, svekke beskyttelsen av mennesker i de mest alvorlige sakene og være problematisk ut fra de internasjonale standardene. Det kan også føre til et insentiv rundt strukturering av selskapsforhold, mens UNGP og OECDs retningslinjer derimot er tydelige på at det ikke er mulig å «strukturere seg ut av» ansvar.

**Alvorlige brudd på folkeretten blir ikke mindre alvorlige av å utgjøre en begrenset del av et selskaps totale virksomhet.** Riktig nok vil det i konkrete tilfeller for direkte tilknytning via varer eller tjenester være elementer av proporsjonalitet. Slike saker må vurderes hver for seg og prinsipielt opp mot kriterier som alvorlighetsgrad, hvor avgjørende eller substansielle leveranser er for å muliggjøre skade, og om det dreier seg om alvorlige brudd over en lengre periode som er kjent eller burde ha vært forutsett.

### Behovet for skjerpet aktsomhet når investeringer er koblet til konfliktområder

UNGP slår fast at næringslivet skal respektere internasjonal humanitærrett i situasjoner med væpnet konflikt. Internasjonal menneskerettighetsrett og humanitærrett er beslektede, men adskilte rettsområder. UNGP viser eksplisitt til humanitærretten som det spesialiserte regelverket som gjelder i både internasjonale og ikke-internasjonale væpnede konflikter, samt ved militær okkupasjon, definert som situasjoner der en stat utøver effektiv kontroll over et territorium uten samtykke og uten suverenitet.

UNGP og OECD-retningslinjene etablerer ikke en egen aktsomhetsstandard for konfliktområder, men bygger på et tydelig proporsjonalitetsprinsipp: Jo høyere risiko for alvorlige menneskerettighetsbrudd, desto mer omfattende må aktsomhetsvurderingene være. Fordi risikoen for grove og systematiske menneskerettighetsbrudd og brudd på humanitærretten er særlig høy i konflikt- og okkupasjonssituasjoner, forventes både statlige tiltak og næringslivets aktsomhetsprosesser å skjerpes tilsvarende. FNs arbeidsgruppe for næringsliv og menneskerettigheter og UNDP har derfor utarbeidet omfattende veiledning om skjerpet aktsomhet i konfliktberørte områder.<sup>36</sup> Veiledningen fra FN er også i samsvar med OECD-veiledning om ansvarlig næringsvirksomhet i konfliktområder.<sup>37</sup>

Eksisterende veiledning har i hovedsak vært rettet mot selskaper som opererer i konfliktområder. Samtidig er egen FN-veiledning for institusjonelle investorer under utvikling, med publisering forventet i 2026.

Etter UNGP og OECDs retningslinjer har også investorer – på linje med andre næringslivsaktører – et særlig ansvar for å adressere alvorlige negative konsekvenser de er eller kan være tilknyttet i konfliktkontekster. Logikken er enkel: Det er nettopp i slike kontekster at de mest alvorlige bruddene på internasjonale normer og standarder typisk forekommer. Skjerpede aktsomhetsvurderinger innebærer forsterket oppmerksomhet og handling for å identifisere, forebygge, redusere og redegjøre for hvordan investeringer kan være knyttet til alvorlige menneskerettighetsbrudd og konfliktdynamikken.

Kjernen i UNGP er uansett tydelig: Investorer og kapitalforvaltere skal prioritere de mest alvorlige konsekvensene for mennesker i sine aktsomhetsvurderinger, som i konfliktsituasjoner også kan omfatte koblinger til mulige krigsforbrytelser og forbrytelser mot menneskeheten. Der virksomheter er knyttet til alvorlig negativ påvirkning, forventes det at investorer aktivt bruker og bygger påvirkningsmulighet overfor selskapene. Samtidig gjelder det at jo mer alvorlig konsekvensen er, desto raskere må endring kunne dokumenteres før uttrekk vurderes. Jo mer alvorlig situasjonen er, desto raskere bør vurdering av uttrekk vurderes dersom påvirkning ikke er realistisk. En vanlig fallgrube er å vente for lenge før tiltak settes inn. Alternativt kan handlingslammelse eller manglende eskalering føre til ytterligere ansvarseksposering. Ansvarlig risikohåndtering innebærer enten rask eskalering av eierskapsutøvelse eller en beslutning om uttrekk.

Å unnlate å identifisere og følge opp slik risiko anses som et brudd på ansvarlig investeringspraksis.

UNGP og OECDs retningslinjer forutsetter også åpenhet om vurderinger og tiltak, samtidig som hensyn til berørte parter og sensitiv informasjon kan begrunne begrenset offentliggjøring.

Et sentralt poeng er at uttrekk ikke avslutter ansvaret: Der en investor eller virksomhet kan anses å ha medvirket til alvorlige brudd på internasjonale standarder, kan det foreligge ansvar for å bidra til oppreisning. Selv situasjoner der investoren involvering er begrenset til å være direkte tilknyttet gjennom investeringen, innebærer UNGP og OECDs retningslinjer forventninger om å vurdere ansvarsforhold for tidligere brudd. Kritikken mot Aker BP for manglende aktsomhetsvurderinger i forbindelse med det svenske oljeselskapet Lundin illustrerer dette (i lys av straffesaken vedrørende Lundins tidligere virksomhet i Sør-Sudan og anklager om medvirkning til krigsforbrytelser).<sup>38</sup>

For SPU betyr dette at ingen porteføljeselskaper kan unntas skjerpet aktsomhet, heller ikke selskaper som inngår i indeksen fastsatt av Finansdepartementet. NBIM og Etikkrådet må derfor ha mekanismer som fanger opp eksponering mot konflikter raskt, gjennomgår porteføljen for å identifisere investeringsobjekter som skal underlegges skjerpet aktsomhetsvurdering når krig truer eller bryter ut, prioriterer grundigere undersøkelser av selskaper med mulige koblinger til partene i konflikten og eskalerer eierskapsutøvelsen uten opphold. Dersom dialog og påvirkning ikke gir resultater, og alvorlige normbrudd vedvarer, følger det av UNGP og OECDs retningslinjer at uttrekk bør vurderes – tidlig heller enn sent. Dette er nødvendig både for å forsøke å adressere alvorlige menneskerettighetsbrudd og for å beskytte fondet mot betydelig omdømmemessige, finansielle og juridiske risikoer. Det følger også av UNGP og OECDs retningslinjer at å bli værende i investeringer knyttet til svært alvorlige brudd på internasjonale menneskerettigheter eller humanitærrett uten egnet handling, ikke vil være forenlig med ansvarlig virksomhet.

Som også påpekt i Gjedrem-utvalgets mandat er det avgjørende at Norges Bank og Etikkrådet har forhøyet aktsomhet og rask respons i alle fremtidige konfliktsituasjoner. Her er det viktig å understreke at dette følger direkte av UNGP og OECDs retningslinjer.

### **3. SPU i lys av ansvarlig forvaltningspraksis blant andre forvaltere**

SPUs etiske retningslinjer og praksis med å ta hensyn til menneskerettigheter og miljø i investeringene har vært et referansepunkt internasjonalt. Andre statlige investeringsfond, pensjonsfond og institusjonelle investorer verden over har fulgt fondets beslutninger tett. Suspensjonen av retningslinjene for utelukkelse og observasjon vekker derfor særlig bekymring hos observatører. FN-arbeidsgruppen for næringsliv og menneskerettigheter frykter signaleffekten ved å legge etiske utelukkelse på is og at dette kan undergrave bredere fremgang for investoransvar i henhold til UNGP.<sup>39</sup>

Suspensjonen av retningslinjene har fått konsekvenser også for andre deler av norsk finanssektor. Fondets størrelse og anseelse har ofte vært en viktig faktor i andres ansvarlige forvaltningsvirksomhet, ikke minst i dialog med investeringsobjekter og eksterne forvaltere. Mange private norsk forvaltere og investeringsrådgivere har også eksplisitt basert egne retningslinjer og aktsomhetsvurderinger på eksklusjonslisten og Etikkrådets tilrådninger. Flere har i praksis også satt likhetstegn mellom Etikkrådets tilrådninger og egne aktsomhetsvurderinger. Hvis dette referanseverket forsvinner, faller et viktig faglig og praktisk rammeverk bort for et stort antall aktører i markedet. Det fritar imidlertid ikke andre investorer og forvaltere fra deres selvstendige ansvar for egne aktsomhetsvurderinger, og uavhengig av utfallet for det fremtidige etiske rammeverket til SPU, bør private aktører styrke sin praksis i tråd med UNGP og OECDs retningslinjer.

Samtidig som SPU og Etikkrådet har vært viktige referanser er det andre forvaltere som har gått lengre i gjennomføring av internasjonale standarder i investeringene. En naturlig sammenligning her er andre store institusjonelle investorer og forvaltere av pensjonskapital, som KLP og Storebrand, som opererer under like strenge avkastningskrav. Selv om de forvalter betydelig mindre porteføljer, er sammenligning likevel relevant av flere grunner. Som pensjonsforvaltere med et overlappende globalt investeringsunivers og globale indekser, er de underlagt like strenge markedshensyn (om ikke høyere gitt at de konkurrerer i privat sektor) som «å spre risiko (diversifisering), bytteforholdet mellom avkastning og risiko, eierandeler mv». I likhet med andre store norske kapitalforvaltere har de uttalte forpliktelser

til å følge UNGP og OECDs retningslinjer og har retningslinjer for ansvarlige investeringer som gjenspeiler en bred konsensus i det norske markedet. De kjennetegnes av en tydelig tilnærming til aktsomhetsvurderinger i tråd med UNGP og OECDs rammeverk, robust anvendelse av aktsomhet, herunder identifisering og kartlegging av risiko og risikoreduksjon gjennom selskapsdialog, stemmegivning og eskalering, samt utelukkelse og åpenhet om sine utelukkelse. For eksempel har KLP og Storebrand kommunisert åpent om håndtering av selskaper knyttet til Gaza og okkuperte områder.<sup>40</sup>

Sammenligningen er også relevant fordi utelukkelses- og observasjonsretningslinjene i stor grad speiler SPU tidligere retningslinjer – samtidig som disse private forvalterne går lengre i anvendelsen. Storebrands produktbaserte kriterier for observasjon og utelukkelse samsvarer i stor grad med kriteriene i SPU tidligere etiske retningslinjer. De normbaserte utelukkelseskriteriene omfatter selskaper som bidrar til alvorlige og systematiske brudd på folkeretten, herunder menneskerettigheter og internasjonal humanitærrett, er involvert i systematisk korrupsjon og finansiell kriminalitet, eller er involvert i alvorlig miljøskade. I tillegg utelukkes selskaper som er «basert på visse uholdbare forretningspraksiser, som for eksempel havbunnsutvinning, samt selskaper som bevisst og systematisk motarbeider målene og delmålene nedfelt i Parisavtalen eller Naturavtalen». Det investeres heller ikke «i statsobligasjoner eller selskaper som er statskontrollerte, enten formelt eller i praksis (fra stater utelukket under statsobligasjonskriteriet)». <sup>41</sup> Også KLPs kriterier speiler i stor grad SPU tidligere retningslinjer med utelukkelse basert på tilsvarende atferdsbaserte og produktbaserte kriterier. Det understrekes en forpliktelse til «aktsomhetsvurderinger i investeringene» og at det kan besluttes «aktsomhetsbaserte uttrekk av selskaper dersom det foreligger en uakseptabel risiko for å medvirke» til brudd.<sup>42</sup>

Sammenlignet med praksisen til KLP og Storebrand fremstår SPU utelukkelsespraksis som moderat og frykten for at fondet skal ekskludere «for mange selskaper» overbetonet. Storebrand hadde ved utgangen av 2025 414 selskaper på sin eksklusjonsliste, hvorav 90 for normbaserte brudd og 53 for kontroversielle våpen. 6 selskaper var utelukket på grunn av lobbyvirksomhet som undergraver internasjonalt klimainnsats.<sup>43</sup> KLP hadde 821 ekskluderte selskaper (inkluderer også SPU liste, som KLP følger, på lik linje med mange andre norske kapitalforvaltere og fond), inkludert 215 for normbaserte brudd og 46 for kontroversielle våpen.<sup>44</sup> Balansen mellom avkastning og ansvarlighet vektlegges eksplisitt: «Vi vil ikke oppnå finansiell avkastning for enhver pris. Hvis et selskap ikke viser evne til endring og forbedringer er eksklusjon en siste utvei.»<sup>45</sup>

Til sammenligning hadde SPU rundt 200 selskaper på sin liste per november 2025 (ca. 180 utelukket og 20 under observasjon), hvorav majoriteten var produktbaserte uttrekk knyttet til kull, tobakk og kjernevåpen.<sup>46</sup> På normbaserte kategorier – særlig menneskerettigheter og folkerett i konfliktområder – er SPU liste betydelig kortere enn hos private forvaltere som opererer under de samme avkastningshensynene.

Et interessant eksempel på prinsippbasert tilnærming til utelukkelse er fremgangsmåten hos én kapitalforvalter: Beslutningsorganet behandler spørsmål om eventuell utelukkelse uten å kjenne verken selskapets navn eller investeringens størrelse. Beslutningstakerne får kun forelagt fakta om det identifiserte bruddet, oppfølgingen som er gjort og selskapets respons. En slik organisering vil kunne gi økt troverdighet til forpliktelser om ansvarlige investeringer basert på internasjonale prinsipper og standarder og i møte med anklager om at det går «politikk» i investeringsbeslutninger.

## 4. Folkerettslige forpliktelser for den norske stat som kapitaleier

Den norske stat har et selvstendig folkerettslig ansvar som forsterker Norges Banks og NBIMs ansvar for å forvalte SPU i tråd med UNGP og OECDs retningslinjer.

Lengde og omfang på denne rapporten gir imidlertid ikke rom for en uttømmende gjennomgang av folkerettslige problemstillinger knyttet til Norges investeringer. Det gis derfor kun en kort gjennomgang av enkelte nøkkelpunkter, særlig relatert til UNGP som klargjør hvordan eksisterende menneskerettslige konvensjoner og folkeretten gjelder i sammenheng med næringslivets påvirkning på menneskerettighetene.

I korte trekk handler dette om at:

- UNGP presiserer eksisterende internasjonale menneskerettslige forpliktelser for stater i næringslivssammenheng. De er helt tydelige på at statens plikt til å beskytte menneskerettigheter også omfatter statens rolle som økonomisk aktør. Dette omfatter staten som investor og statlige investeringsfond.<sup>47</sup> Den norske stat har i denne sammenheng plikt til å sørge for at SPUs mandat er fullt ut i samsvar med Norges internasjonale forpliktelser og at fondet forvaltes på en måte som respekterer internasjonale menneskerettigheter. Det følger av UNGP at staten bør ta nødvendige grep for å sikre at statseide og statskontrollerte virksomheter – herunder NBIM – gjennomfører skjerpede aktsomhetsvurderinger når det er relevant. Dette er også påpekt av andre FN-organer. For eksempel oppfordret FNs komité for økonomiske, sosiale og kulturelle rettigheter (som overvåker statenes gjennomføring av konvensjonen) i 2020 norske myndigheter til å sikre at de etiske retningslinjene for observasjon og utelukkelse fra SPU er i samsvar med statens territoriale og ekstraterritoriale forpliktelser etter konvensjonen.<sup>48</sup>
- Norge er videre bundet av internasjonal humanitærrett som pålegger medlemsstatene plikt til å forhindre brudd på regler om beskyttelse av sivile i væpnet konflikt og okkupasjon. I slike kontekster er det også relevant å se til folkemordkonvensjonen og den internasjonale domstolen og relevant for stater å vise til forpliktelsene som tredjeparter har til å unnlate å støtte opp om folkerettsstridige handlinger.<sup>49</sup>
- Norge har eksplisitt forpliktet seg til å følge og fremme UNGP og OECDs retningslinjer. Det innebærer blant annet at staten må sørge for at SPUs faktiske forvaltning etterlever disse retningslinjene, som bygger på og klargjør hva eksisterende internasjonale normer og standarder innebærer i næringslivssammenheng.

## 5. Hva UNGP og OECDs rammeverk innebærer for organisering av NBIMs og Etikkrådets respektive ansvar og roller

### UNGP og OECD-retningslinjene som prinsipielt fundament

Forvaltningen av SPU er allerede forpliktet til UNGP og OECDs retningslinjer gjennom mandatet fra Finansdepartementet og Norges Banks prinsipper for ansvarlig forvaltningsvirksomhet. Ved å bygge videre på dette og sikre gjennomføring i praksis, vil ansvarlig forvaltning forankres i den sentrale internasjonale standarden – et bredt anerkjent og prinsipielt fundament som er utviklet for å stå seg over tid.

Det er ikke behov for å «finne opp hjulet på nytt» eller utvikle særnorske kriterier. Norges Bank har selv understreket at: «Det er viktig for fondets legitimitet i markedene vi opererer i at bankens arbeid med ansvarlig forvaltning bygger på internasjonalt anerkjente prinsipper og standarder. En fordel med å benytte internasjonale prinsipper og standarder er at anvendelsen skal være den samme uavhengig av om NBIMs forvaltere er lokalisert i Norge, på utekontorene eller i land hvor det benyttes eksterne forvaltere.»<sup>50</sup>

Samtidig er det en overhengende risiko for at det prinsipielle fundamentet kan svekkes. I mandatet til Gjedrem-utvalget spørres det hvorvidt Norges Bank skal ta sikkerhetspolitiske hensyn i vurdering av våpenselskaper<sup>51</sup> og se til Norges «bredere interesser» når etiske problemstillinger vurderes. En slik dreining vil bryte med UNGP og OECD-rammeverket, som nettopp har som formål å skjerme vurderinger av selskapers atferd fra skiftende politiske prioriteringer. Vurderinger knyttet til ansvarlig forvaltning og ansvarlige investeringer bør baseres prinsipielt på de internasjonale standardene og holdes fri for politiske hensyn. Dersom endelige beslutninger tar andre hensyn, bør kommunikasjon om disse være tydelige på hvilke vurderinger som ble gjort i forhold til påvirkning på mennesker, miljø og samfunn og hvilke andre hensyn som eventuelt overstyrte disse.

Å åpne for utenrikspolitiske hensyn i vurderingene av saker som faller inn under det etiske rammeverket vil risikere å undergrave rammeverkets normative fundament – som er å vurdere selskaper etter deres påvirkning på mennesker og miljø. For NBIM vil dette svekke troverdigheten som prinsipiell og politisk uavhengig investor, og øke risikoen for at fondet oppfattes og brukes som et utenrikspolitisk instrument. En politisert tilnærming gjør også fondet mer sårbart for press, gjengjeldelse og geopolitiske forventninger.

Et relatert punkt i mandatet spør om selskapsvurderinger skal skilles basert på hjemland eller sikkerhetspolitisk tilknytning. Også dette vil være uforenlig med UNGP og OECDs retningslinjer. Dette understreker Norges kontaktpunkt for ansvarlig næringsliv i sitt innspill til Gjedrem-utvalget: «Det er viktig at det etiske rammeverket forblir prinsipielt og basert på folkeretten. Kriterier må gjelde likt for selskaper i allierte og ikke allierte land. Ei heller bør man skille mellom land Norge har og ikke har et sikkerhetspolitisk samarbeid med. De etiske retningslinjene er utformet for å skille statens sikkerhetspolitikk fra fondets kapitalplassering. Dette skillet bør opprettholdes også i fremtiden. UNGP og OECDs retningslinjer er politisk og geografisk nøytrale. En geografisk eller annen differensiering basert på sikkerhetspolitikk og andre hensyn vil innebære en politisering av fondet og kan svekke fondets posisjon. Å åpne for unntak, enten det begrunnes i avskrekking, landtilhørighet eller andre sikkerhetspolitiske eller geografiske hensyn, vil skape uønsket politisering av kapitalforvaltningen.»<sup>52</sup>

En risikobasert tilnærming basert på alvorlighetsgraden av faktisk eller potensiell påvirkning på mennesker, miljø og samfunn er de styrende faktorene ut fra UNGP og OECDs retningslinjer. Å åpne for skille mellom selskaper fra ulike regioner og andre utenrikspolitiske hensyn vil innebære politisering, svekke konsistens og undergrave fondets troverdighet. I en polarisert global kontekst der mektige aktører undergraver internasjonale spilleregler vil en stor investor som SPU riktig nok aldri kunne skjermes helt for mulige anklager om «politiske» beslutninger – selv der disse er basert på internasjonale prinsipper. Selektiv gjennomføring og prinsipiell vingling vil imidlertid ytterligere øke faren for å bli utsatt for press.

## Konsekvenser av UNGP og OECDs retningslinjer for forvaltningsmandatet satt av den norske stat

Utfordringen er ikke først og fremst mangel på rammeverk, men behovet for sterkere forankring og praktisk gjennomføring – både av statens ansvar som kapitaleier og NBIMs ansvar som kapitalforvalter. Mandatet bør derfor tydeliggjøre i større grad at ansvarlig forvaltning i samsvar med UNGP og OECDs retningslinjer er en integrert del av NBIMs oppgave med å sikre *langsiktig* finansiell avkastning til akseptabel risiko. UNGP og OECDs retningslinjer legger nettopp til grunn at en kapitalforvalter skal kunne fokusere på kjerneoppgaven med å skape og bevare finansielle verdier, samtidig som ansvaret for å unngå skade på mennesker, miljø og samfunn ivaretas. I noen tilfeller vil disse hensynene gå i ulike retninger, som illustrert gjennom debatten om det etiske rammeverket. Balansegangen mellom finansielle hensyn og ansvarlighet i tråd med internasjonale standarder må derfor anerkjennes, og det vil være nødvendig å akseptere at gjennomføring i noen tilfeller vil kunne føre til større avvik mot referanseindeks.

**Tydeliggjøring av forankring i de mest sentrale internasjonale standardene kan sikres ved å ramme retningslinjene for SPU inn som «retningslinjer for ansvarlige investeringer» og presisere innledningsvis at de er basert på det sentrale internasjonale rammeverket satt gjennom UNGP og OECDs retningslinjer.**

UNGP og OECD-retningslinjene innebærer at mandatet må presisere NBIMs eget ansvar – uavhengig av Etikkrådet – for å gjennomføre aktsomhetsvurderinger av risiko for mennesker, miljø og samfunn både før investeringer og løpende i hele porteføljen. Dette gjelder både frem mot investeringsbeslutninger og så lenge man er investert. En tydeliggjøring som åpner for at risikobaserte nedslag kan legge hensyn til menneskerettigheter og miljø til grunn, i tillegg til finansielle vurderinger, vil også bringe mandatet i tettere samsvar med UNGP og OECDs retningslinjer.

Videre må det være tydelig at aktivt eierskap må brukes systematisk for å håndtere brudd på menneskerettigheter, internasjonal humanitærrett, arbeidslivsstandarder, klima-, miljø- og antikorrupsjonsforhold. Innsats må prioriteres etter alvorlighetsgrad, og utsalg må kunne vurderes dersom påvirkning ikke virker. Samtidig er det rom for at mandatet kan være tydelig på at de internasjonale standardene legger til grunn kollektiv innsats og samarbeid med andre ansvarlige investorer med felles interesse i å sikre stabile markeder og samfunn på lang sikt. Dette vil også kunne styrke påvirkningskraft, gi økt vern mot risiko for politiske konsekvenser og redusere den finansielle risikoen som kan følge av prinsipielle beslutninger.

Etikkrådet fyller videre en viktig funksjon for fondets aktsomhet og åpenhet i tråd med UNGP og OECD-retningslinjene. Samtidig har det i praksis oppstått et kunstig gap i håndtering av risiko og oppfølging når SPU er underlagt de internasjonale standardene i rammeverket i sitt ansvarlige investeringsmandat, mens Etikkrådet ikke legger disse til grunn i sin praksis. Forankring i UNGP og OECD-retningslinjene også for Etikkrådet kan derfor gjøres mer eksplisitt. UNGP og OECDs retningslinjer legger nettopp til grunn at vurdering av negative konsekvenser for mennesker og miljø og egnede tiltak bør underbygges av relevant uavhengig fagekspertise eller berørte parter. Arkitekturen for ansvarlig forvaltning vil også styrkes ved at Etikkrådet eksplisitt gis en rolle som uavhengig ekstra forsvarslinje for å overvåke investeringene og at forvaltningen følger de internasjonale standardene. En tydeliggjøring av Etikkrådets rolle som uavhengig institusjon og som baserer seg på

internasjonale standarder og prinsipper fastsatt gjennom UNGP og OECD-retningslinjene i vurdering av utelukkelse vil også styrke vernet mot anklager om politisering.

### Konsekvenser for Etikkrådet

En tydeliggjøring av Etikkrådets uavhengige rolle i tråd med UNGP og OECD-retningslinjene<sup>53</sup> vil innebære et eksplisitt mandat til å overvåke porteføljen, gjennomføre undersøkelser på eget initiativ ved troverdig informasjon om alvorlige normbrudd, og gi råd til NBIM både om eierskapsutøvelse og eventuelle utvalg/uttrekk – spesielt i komplekse saker eller når ordinær selskapsoppfølging ikke gir resultater. Tettere samsvar med UNGP og OECDs retningslinjer vil også innebære at terskelen for å vurdere brudd med retningslinjer i større grad baseres på en risikobasert tilnærming, der utgangspunktet er troverdig informasjon om selskapers risikoreducerende tiltak, snarere enn «bevis» for medvirkning til normbrudd. Videreføring av offentliggjøring av selskapsvurderinger vil være god praksis i tråd med de internasjonale standardene – og et viktig bidrag til å fremme ansvarlig næringsliv og ansvarlige investeringer.

Videre innebærer robuste aktsomhetsvurderinger også bredere tematiske analyser av fremvoksende risikoområder for fondet, som for eksempel de sosiale risikoidene ved KI og økt global konkurranse om kritiske mineraler. Det gjelder også utarbeidelse av faglig grunnlag som kan styrke SPUs aktive eierskap og forventninger til porteføljeselskaper i samsvar med UNGP og OECDs retningslinjer, særlig innen bransjer og verdikjeder som innebærer særskilt risiko for mennesker, miljø og samfunn.<sup>54</sup> Dette kan bidra til mer sammenhengende prosesser – der risikovurdering, aktivt eierskap og eventuelt uttrekk ikke behandles som atskilte tiltak, men som integrerte faser i et samlet forløp.

Legitimiteten og den faglige rollen kan ytterligere styrkes gjennom å utvide rådet med medlemmer med bakgrunn innen ansvarlig næringsliv og menneskerettigheter, inkludert internasjonal ekspertise.

### Overordnede refleksjoner: Prinsipiell pragmatisme i urolig farvann

En tid preget av geopolitisk uro, økende sosiale og miljømessige kriser og en uoversiktlig global omstilling tilsier behov for styrket – ikke svekket – ansvarlighet, forankret i anerkjente internasjonale prinsipper, for å sikre investeringene på lang sikt.

Erkjennelsen av ansvarlighet som fundament for en langsiktig investor ligger allerede til grunn for NBIMs prinsipper for ansvarlig forvaltningsvirksomhet. Her understrekes det at: *«Fondets langsiktige avkastning avhenger av en bærekraftig økonomisk, miljømessig og sosial utvikling, samt velfungerende, legitime og effektive markeder. Ansvarlig investeringsforvaltning skal støtte opp under fondets mål ved å fremme den langsiktige økonomiske utviklingen i investeringene våre og redusere finansiell risiko knyttet til miljø-, sosiale og styringsmessige forhold i selskapene vi har investert i.»*<sup>55</sup>

UNGP og OECDs retningslinjer er utviklet nettopp som varige prinsipper for å håndtere risiko og negative konsekvenser av næringsvirksomhet for mennesker, miljø og samfunn i en ufullkommen verden. Slike forhold kan i ytterste konsekvens undergrave både økonomisk stabilitet, velfungerende samfunn og dermed verdien av investeringene. **Det felles rammeverket for aktsomhet er ment som et praktisk verktøy for selskaper og investorer, som kombinerer pragmatiske tilnærminger med det sterkeste og bredest anerkjente normative fundamentet internasjonalt.**

UNGP bygger på den grunnleggende idéen om «prinsipiell pragmatisme» – at ansvarlig praksis må utøves i en verden preget av ujevne maktforhold og der grunnleggende internasjonale normer ofte utfordres eller tilsidesettes av mektige aktører. Den samme tankegangen ble fremhevet av Canadas statsminister Mark Carney i hans tale på World Economic Forum i januar 2026, som fikk mye oppmerksomhet:<sup>56</sup> Den eneste farbare vei for flertallet av verdens land er å respektere og støtte opp om grunnleggende internasjonale normer, samtidig som man erkjenner og adresserer kreftene som undergraver en regelbasert verdensorden. Overført til konteksten for ansvarlige investeringer betyr det at investorer bør støtte opp om de internasjonale standardene, samtidig som samarbeidet mellom aktørene som står bak disse standardene styrkes.

En tydeligere forankring av SPUs forvaltning i de mest sentrale og bredt anerkjente internasjonale rammeverkene vil derfor utgjøre fondets beste forsikring i urolige tider. Konkret vil ansvarlig forvaltning basert på UNGP og OECDs retningslinjer bidra til å ivareta flere sentrale hensyn:

- Norges egeninteresse som liten stat i å støtte opp under en regelstyrt verdensorden basert på folkerett og rettsstatlige prinsipper, både på kort og lang sikt.
- Den norske statens ansvar og forpliktelser etter folkeretten, både som kapitaleier og regulerende myndighet, til å fremme ansvarlige investeringer i samsvar med grunnleggende internasjonale normer.
- Styrking av politiske beslutningstakers evne til å stå fast ved en ansvarlig og prinsipiell forvaltning av fondet, gjennom forankring i internasjonale prinsipper som gjør det lettere å motstå eksternt politisk press og redusere risikoen for at Norge og SPU oppfattes som ettergivende overfor stater og aktører som ikke respekterer folkeretten.
- Et solid vern mot anklager om «politisering av fondet», ved at ansvarlig forvaltningsvirksomhet er tydelig forankret i de mest sentrale internasjonale prinsippene med bred anerkjennelse blant næringsliv og investorer, selv om det i et polarisert landskap ikke er mulig å eliminere slike anklager fullt ut.
- Styrket troverdighet for den norske staten og NBIM som ansvarlig investor, der troverdig gjennomføring vil være avgjørende også når medier og observatører utenfor Norges grenser setter søkelys på økning i finansformuen når verden for øvrig preges av krig og konflikt.<sup>57</sup>
- Bedre langsiktig risikostyring for NBIM som kapitalforvalter, gjennom systematisk identifisering og håndtering av faktiske og potensielle konsekvenser for mennesker og miljø som kan undergrave markedsstabilitet og investeringsverdi over tid.
- Et bredere og mer robust fundament for NBIMs forvalteransvar («fiduciary duty»), som ivaretar eiernes – den norske befolkningens – interesser både når det gjelder målet om høyest mulig avkastning til akseptabel risiko og ønsket om å unngå investeringer som påfører alvorlig skade på mennesker, miljø og samfunn, i dag og i fremtiden.
- Eiernes trygghet for at fellesskapets formue forvaltes på en måte som respekterer universelle normer, forebygger alvorlig skade på mennesker, miljø og samfunn, og samtidig søker høyest mulig avkastning innenfor rammer for forsvarlig risikotaking og ansvarlighet.

## Referanser og sluttnoter

<sup>1</sup> Mandatet slår fast i § 4-2 («Prinsipper for ansvarlig forvaltningsvirksomhet») nr. 3 at Oljefondets virksomhet blant annet skal være i tråd med «internasjonalt anerkjente prinsipper og standarder som [...] FNs veiledende prinsipper for næringsliv og menneskerettigheter (UNGP)» og «OECDs retningslinjer». I behandlingen av Innstilling fra finanskomiteen om Statens pensjonsfond 2025: Innst. 463 S (2024-2025) fastslo et flertall på Stortinget i juni 2025 at ansvarlig forvaltning av SPU skal baseres på internasjonalt anerkjente prinsipper og standarder som UNGP og OECDs retningslinjer, som allerede innarbeidet i mandatet. Samtidig stemte Stortingets flertallet mot forslag for å sikre tydeligere samsvar gjennom å be regjeringen sørge for at «OECD og FNs retningslinjer for ansvarlig næringsliv skal gjelde for Etikkrådets anbefalinger om utelukkelse» og «sørge for at OECD og FNs retningslinjer for ansvarlig næringsliv skal gjelde for Etikkrådets anbefalinger om utelukkelse.»

<sup>2</sup> Utelukkelsen av Walmart ble opphevet i 2019.

<sup>3</sup> <https://files.nettsteder.regjeringen.no/wpuploads01/blogs.dir/275/files/2017/02/Tilr%C3%A5dning-Elbit.pdf>

<sup>4</sup> <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/ber-om-ny-gjennomgang-av-pensjonsfondets-investeringer-i-israelske-selskaper/id3115362/>

<sup>5</sup> F.eks. fra kinesiske myndigheter, <https://www.france24.com/en/live-news/20220309-china-slams-norway-state-fund-over-xinjiang-forced-labour-fears>

<sup>6</sup> <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/redegjorelse-i-stortinget-23.-oktober/id3126748/>

<sup>7</sup> <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/midlertidige-etiske-retningslinjer-for-statens-pensjonsfond-utland/id3138527/>

<sup>8</sup> <https://www.finansavisen.no/politikk/2026/03/27/8339923/stoltenberg-far-kjeft-av-fn-med-god-grunn;>  
<https://www.aftenposten.no/norge/politikk/i/wrrAqn/fn-reagerer-paa-at-oljefondets-etikkraad-er-satt-paa-pause-faar-alvorlige-foelger-utenfor-landets-foelger>

<sup>9</sup> <https://www.nbim.no/no/ansvarlig-forvaltning/nedsalg-av-selskaper/>

<sup>10</sup> Se <https://www.stortinget.no/globalassets/pdf/innstillinger/stortinget/2024-2025/inns-202425-463s.pdf>.

<sup>11</sup> Guidance for Responsible Investment in Defence, <https://eiriscrn.net/grid/>

<sup>12</sup> <https://www.nbim.no/no/nyheter-og-innsikt/rapporter/2025/ansvarlig-forvaltning-2025/>

<sup>13</sup> John Ruggie, *Just Business*. John Ruggie var Spesialrepresentant for FNs generalsekretær og ledet mandatet for utarbeidelsen av UNGP.

<sup>14</sup> <https://www.ohchr.org/en/special-procedures/wg-business/stocktaking-10th-anniversary-ungps#Solberg>

<sup>15</sup> FN-rapport A/HRC/32/45; FN-rapport A/HRC/47/39/Add.2.

<sup>16</sup> Aftenposten, «FN kritiserer Norge for å sette Oljefondets etikkråd på pause», <https://www.aftenposten.no/norge/politikk/i/wrrAqn/fn-reagerer-paa-at-oljefondets-etikkraad-er-satt-paa-pause-faar-alvorlige-foelger-utenfor-landets-foelger>

<sup>17</sup> <https://files.nettsteder.regjeringen.no/wpuploads01/sites/597/2025/08/Ti-banebrytende-klagesaker.pdf>

<sup>18</sup> <https://www.nrk.no/okonomi/ber-om-a-fa-slippe-etikkregler-1.11113059>

<sup>19</sup> OECD (2017), Responsible business conduct for institutional investors

<sup>20</sup> UNGP 14 slår fast at ansvaret gjelder uavhengig av «eierskap og struktur». Videre i kommentaren til UNGP 13 er det presisert at forretningsforbindelser omfatter hele verdikjeden, ikke bare første ledd. OHCHR's veileder (HR/PUB/12/02, 2012, s. XVII) slår fast at en virksomhet «ikke kan kontraktsfeste seg bort fra sitt ansvar for å respektere menneskerettigheter». FN-spesialrepresentant John Ruggies rammeverksrapport fra 2008 (A/HRC/8/5, avsnitt 13) identifiserte bruken av datterselskapsstrukturer og utkontraktering noe som gjør det «svært vanskelig å holde den utvidede virksomheten ansvarlig for menneskerettighetsskade» - nettopp det ansvarlighetsgapet som prinsippene om forretningsforbindelser i UNGP ble utformet for å tette.

<sup>21</sup> Dette er videre spesifisert, sammen med konkretisering av hva rammeverkene innebærer for ansvarlig kapitalforvaltning, i ledende veiledning fra FN og OECD. To sentrale referanser er henholdsvis FN-arbeidsgruppens statusgjennomgang av institusjonelle investorers gjennomføring av UNGP fra 2021 (FN-dokument, A/HRC/47/39/Add.2) og OECDs veileder for institusjonelle investorers arbeid med aktsomhetsvurderinger fra 2017 (Responsible business conduct for institutional investors: Key considerations for due diligence under the OECD Guidelines for Multinational Enterprises).

<sup>22</sup> To av de mest brukte leverandørene, MSCI og Morningstar/Sustainalytics, inkluderer ikke informasjon om anklager som involverer selskaper i okkuperte områder (herunder Palestina).

<sup>23</sup> Responsible Investor, «Investors turning to AI to monitor ESG controversies in-house»; «KI-forbedret risikoovervåking», NBIM rapport om ansvarlige investeringer 2025.

<sup>24</sup> <https://www.ohchr.org/sites/default/files/Documents/Issues/Business/LetterSOMO.pdf>;

<https://www.ohchr.org/sites/default/files/Documents/Issues/Business/LetterOECD.pdf>;

<https://www.ohchr.org/sites/default/files/Documents/Issues/Business/finance-2021-response-nominee-shareholders.pdf>

<sup>25</sup> [https://media.business-humanrights.org/media/documents/files/documents/Thun\\_Final.pdf](https://media.business-humanrights.org/media/documents/files/documents/Thun_Final.pdf);

<https://www.ohchr.org/sites/default/files/Documents/Issues/Business/InterpretationGuidingPrinciples.pdf>

<sup>26</sup> UNDP (2025), «Human Rights vs. Competitiveness: A False Dilemma?»,

<https://www.undp.org/publications/human-rights-vs-competitiveness-false-dilemma>.

<sup>27</sup> <https://www.fagforbundet.no/a/389692/om-fagforbundet/solidaritetsprosjekter/aktuelt/stort-flertall-vil-ha-etisk-oljefond/>.

<sup>28</sup> OECD (2017), Responsible business conduct for institutional investors

<sup>29</sup> «Index investors can't shirk responsibility on big tech, AI and human rights», <https://www.responsible-investor.com/comment-index-investors-cant-shirk-responsibility-on-big-tech-ai-and-human-rights/>

---

<sup>30</sup> F.eks. kobling til militære formål i krigs- og okkupasjonsområder, masseovervåking, undergraving av demokrati, rettsstat, negativ påvirkning på barns mentale og fysiske helse osv. Se f.eks. Shift, Red Flags 5, 6, 8, 9, 16, 21, <https://shiftproject.org/resource/business-model-red-flags/menu-of-red-flags/#chapter>.

<sup>31</sup> Se «Business model red flags» utarbeidet av Shift – den ledende uavhengige UNGP-tenketanken: <https://shiftproject.org/resource/business-model-red-flags/red-flags-about/> og «Examples of investor application of red flags».

<sup>32</sup> <https://www.ohchr.org/sites/default/files/Documents/Issues/Business/LetterSOMO.pdf>

<sup>33</sup> For eksempel er KLP tydelige på at dette er en viktig grunn for hvorfor de er åpne om sine eksklusjoner. <https://www.klp.no/om-klp/samfunnsansvar/ansvarlig-investor-og-eier/eksklusjoner>

<sup>34</sup> Gitt det økende omfanget av passive investeringer, er dette en betydelig problemstilling som gjelder finanssektoren internasjonalt, som krever langt større oppmerksomhet fra aktører som ønsker å fremme ansvarlige investeringer enn det man har sett hittil. Den går langt utover diskusjonen om Oljefondet som et «indeksnært» fond, men er svært relevant også i denne sammenhengen.

<sup>35</sup> Se Investor Initiative on Human Rights Data (II-HRD), <https://www.churchofengland.org/media/finance-news/investor-initiative-human-rights-data-ii-hrd-publishes-guidance-assessing-breaches-international>.

<sup>36</sup> FN-dokument, A/75/212; <https://www.undp.org/publications/heightened-human-rights-due-diligence-business-conflict-affected-contexts-guide>.

<sup>37</sup> OECD Due Diligence Guidance for Responsible Supply Chains of Minerals from Conflict-Affected and High-Risk Areas

<sup>38</sup> Kjøpt opp av Aker BP. Det norske OECD-kontaktpunktet har konkludert at Aker BP ikke gjennomførte tilstrekkelige aktsomhetsvurderinger i tråd med OECDs retningslinjer i forbindelse med oppkjøpet. <https://responsiblebusiness.no/klageordning/klagesaker/klagesaker-behandlet-i-norge/pax-mfl-vs-aker-bp-asa-og-aker-asa/>

<sup>39</sup> Kommunikasjon fra FNs arbeidsgruppe for næringsliv og menneskerettigheter til norske myndigheter, mars 2026, <https://spcommreports.ohchr.org/TMResultsBase/DownloadPublicCommunicationFile?gId=30863>

<sup>40</sup> Et annet eksempel her er Odin Forvaltning/SpareBank 1 Forvaltning:

<https://odinfond.no/baerekraft/ansvarlige-investeringer-odin-forvaltnings-oppfolging-av-selskaper-med-tilknytning-til-gaza-krigen-og-konflikten-pa-vestbredden/>

<sup>41</sup> <https://www.storebrandam.com/globalassets/storebrand-asset-management/documents/sustainability/exclusion-list/2025/q4-2025-exclusion-list.pdf>. Se også Section 3.4 Sovereign bonds and ETFs i Storebrand Asset Managements Exclusion Policy; [exclusion-policy\\_2026.pdf](https://www.klp.no/om-klp/samfunnsansvar/ansvarlig-investor-og-eier/eksklusjoner)

<sup>42</sup> <https://www.klp.no/om-klp/samfunnsansvar/ansvarlig-investor-og-eier/eksklusjoner>

<sup>43</sup> <https://www.storebrandam.com/globalassets/storebrand-asset-management/documents/sustainability/exclusion-list/2025/q4-2025-exclusion-list.pdf>

<sup>44</sup> Excel-fil tilgjengelig på <https://www.klp.no/om-klp/samfunnsansvar/ansvarlig-investor-og-eier/eksklusjoner>

<sup>45</sup> <https://www.klp.no/om-klp/samfunnsansvar/ansvarlig-investor-og-eier>

<sup>46</sup> <https://www.nbim.no/no/ansvarlig-forvaltning/utelukkelse-av-selskaper/>

<sup>47</sup> Se UNGP 4. Se også f.eks. «Investment at the State-business nexus» i FN-dokument A/HRC/47/39/Add.1.

<sup>48</sup> [https://tbinternet.ohchr.org/\\_layouts/15/treatybodyexternal/Download.aspx?symbolno=E%2FC.12%2FNOR%2FCO%2F6&Lang=en](https://tbinternet.ohchr.org/_layouts/15/treatybodyexternal/Download.aspx?symbolno=E%2FC.12%2FNOR%2FCO%2F6&Lang=en)

<sup>49</sup> Et eksempel her er regjeringens fraråding om næringsvirksomhet som støtter opp om folkerettsstridige bosettinger i okkuperte områder i Palestina, [Regjeringen fraråder handel og næringsvirksomhet med israelske bosettinger - regjeringen.no](https://www.regjeringen.no).

<sup>50</sup> <https://www.norges-bank.no/aktuelt/nyheter/Brev-og-uttalelser/2025/2025-10-31-hovedstyret/>

<sup>51</sup> Det pågår et internasjonalt arbeid blant ledende investorer for å utvikle et rammeverk for ansvarlige forsvarsinvesteringer som kombinerer humanitærrett, internasjonale avtaler og aktsomhetsvurderinger, inkludert teknologiselskapers økende rolle i forsvarssektoren. Dette arbeidet vil være relevant for fremtidige retningslinjer.

<https://www.responsible-investor.com/investor-defence-principles-to-rebrand-focus-on-downstream-product-use/>. Se også «Briefing: Weapons, Dual Use tech and Financial Institutions» fra Shift, <https://shiftproject.org/resource/briefing-weapons-dual-use-tech-and-financial-institutions/>.

<sup>52</sup> <https://files.nettsteder.regjeringen.no/wpuploads01/sites/597/2026/03/Innspill-til-utvalget-etisk-rammeverk-SPU.pdf>

<sup>53</sup> Etikkrådets samsvar med UNGP har tidligere blitt evaluert av internasjonale eksperter. Anbefalinger fra Danish Institute for Human Rights og Shift er referert i Etikkrådets årsmelding for 2019, men evalueringene i helhet har ikke blitt offentliggjort.

<sup>54</sup> Et interessant eksempel her er det svenske etikkrådets (Etikkrådet for de svenske AP-fondene) forventningsdokument til teknologigigantene: «Tech Giants and Human Rights – Investor Expectations». Dokumentet er utarbeidet i fellesskap av AP1, AP2, AP3 og AP4 og retter seg mot de største globale teknologiselskapene. Det fastslår eksplisitte investor-forventninger i tråd med UNGP og adresserer en rekke problemstillinger som også har blitt reist i debatten i Norge.

<sup>55</sup> <https://www.nbim.no/no/om-oss/om-oljefondet/styringsstrukturen/styrende-dokumenter-fastsatt-av-hovedstyret/prinsipper-for-ansvarlig-forvaltningsvirksomhet-i-norges-bank/>

<sup>56</sup> <https://www.weforum.org/stories/2026/01/davos-2026-special-address-by-mark-carney-prime-minister-of-canada/>

<sup>57</sup> F.eks. Financial Times, Is Norway Really a War Profiteer, 22. april 2026, <https://www.ft.com/content/d4fbcdd8-3f62-4253-a9e8-dc16c6135308>