



NORGES BANK

Finansdepartementet  
Akersgata 40, Postboks 8008 Dep  
0030 OSLO

Dato: 16. oktober 2020  
Deres ref.:  
Vår ref.: 20/01876

## Hørings svar NOU 2020:7 Verdier og ansvar

### 1 Bakgrunn

Norges Bank forvalter Statens pensjonsfond utland etter mandat fra Finansdepartementet. Siden 2015 har banken hatt oppgaven med å beslutte observasjon og utelukkelse av selskaper i tråd med særskilte retningslinjer. NOU 2020:7 Verdier og ansvar inneholder en gjennomgang av og forslag til endringer i disse retningslinjene.

Formålet med investeringene i Statens pensjonsfond utland er å oppnå høyest mulig avkastning med en akseptabel risiko. Strategien med å spre investeringene bredt bidrar til å redusere svingningene i fondets avkastning og dempe risikoen. Samtidig gir eierandeler i 9000 selskaper også en bred eksponering mot ulike typer av ikke-finansiell risiko. Denne eksponeringen kan ikke reduseres ved diversifisering. Retningslinjene for observasjon og utelukkelse som vi har hatt siden 2004, er en del av håndteringen av slik risiko.

Norges Bank er enig med utvalget i at de rammene som ble lagt for 16 år siden har fungert godt, og forslagene fra utvalget innebærer en videreføring av den modellen som har vært fulgt. Terskelen for utelukkelse skal fortsatt være høy. Kriteriene for observasjon og utelukkelse skal bygge på «overlappende konsensus». Det bidrar til at retningslinjene bygger på et verdigrunnlag som har bred støtte. Det gir også en høy terskel for å ta inn nye utelukkelseskriterier. Hvert selskap skal fortsatt vurderes individuelt, og vurderingene skal være fremoverskuende.

Utredningen inneholder en grundig drøfting av behovet for endringer i kriteriene for observasjon og utelukkelse. Norges Bank mener det er en styrke for arbeidet at kriteriene nå vurderes samlet opp mot normutviklingen og nye problemstillinger. Det bidrar til konsistens på tvers av de ulike kriteriene. Utredningen vil være en viktig referanse for Norges Banks arbeid fremover.

Punkt 2 nedenfor inneholder noen generelle merknader. Norges Banks spesifikke merknader er gjengitt i punkt 3 og følger disposisjonen til utredningen.

---

**Postadresse**  
Postboks 1179 Sentrum  
0107 Oslo

**Besøksadresse**  
Bankplassen 2  
Oslo

**Telefon** 22 31 60 00  
**Telefaks** 22 41 31 05  
[www.norges-bank.no](http://www.norges-bank.no)  
[post@norges-bank.no](mailto:post@norges-bank.no)

**Organisasjonsnummer**  
NO 937 884 117 MVA

## 2 Generelle merknader

### 2.1 Formål

Petroleumsformuen skal komme både dagens og fremtidige generasjoner til gode. Det er, som utvalget skriver, en etisk forpliktelse i seg selv å forvalte fondet med sikte på å oppnå «varig verdiskaping for nålevende og fremtidige generasjoner». Lov om Statens pensjonsfond uttrykker at «[m]ålet med investeringene i Statens pensjonsfond skal være å oppnå høyest mulig avkastning med en akseptabel risiko. Innenfor denne rammen skal fondet forvaltes ansvarlig»<sup>1</sup>. Forvaltningsmandatet gitt av Finansdepartementet uttrykker at målsettingen for forvaltningen er å «søke å oppnå høyest mulig avkastning etter kostnader ... innenfor de rammer som gjelder for forvaltningen.»

Samtidig skal fondet unngå å være investert i selskaper som medvirker til eller selv er ansvarlig for grovt uetiske forhold. Utvalget foreslår at dette formålet gjenspeiles i retningslinjene gjennom en egen formålsparagraf der det heter at formålet med retningslinjene «er å unngå at fondet er investert i selskaper som forårsaker eller medvirker til alvorlige krenkelser av grunnleggende etiske normer som fastsatt i disse retningslinjene...»<sup>2</sup>. Norges Bank mener dette er en hensiktsmessig klargjøring og avgrensning.

### 2.2 Arbeidsdelingen

Det følger av utvalgets forslag til retningslinjer at Norges Bank før beslutning om observasjon eller utelukkelse skal vurdere om eierskapsutøvelse kan være egnet til å redusere risikoen for fortsatt normbrudd eller av andre årsaker kan være mer hensiktsmessig<sup>3</sup>. Banken er enig med utvalget i at ambisjonen bør være et effektivt samspill mellom virkemidlene, og at målet er å benytte det virkemidlet som er best egnet i hvert enkelt tilfelle.

Norges Bank deler videre utvalgets syn om at samarbeidet med Etikkrådet fungerer godt, og er positive til den foreslåtte tydeliggjøringen av kravene til samordning. Banken er samtidig enig i at Etikkrådets og bankens vurderinger skal gjøres uavhengig av hverandre. Informasjonsutveksling og samordning kan kombineres med en slik uavhengighet.

Som operativ forvalter er det bankens ansvar å utøve fondets eierrettigheter i selskapene på statens vegne, jf. § 1-3 andre ledd i mandatet for forvaltningen. Banken har over tid utviklet et omfattende system for eierskapsutøvelse. Finansdepartementet kan etter bankens syn vurdere om retningslinjene skal åpne for at Norges Bank kan følge opp vedtak om å sette selskaper til observasjon. I dag er det Etikkrådet som har dette ansvaret, samtidig som Norges Bank har ansvaret for å utøve fondets eierrettigheter i de samme selskapene. Dette spørsmålet drøftes nærmere i punkt 3.4 nedenfor.

Norges Bank vil vise til at bankens eierskapsutøvelse inngår som en sentral del av oppfølgingen overfor selskapene. Utelukkelse begrunnes ut fra formålet om å unngå at fondet er investert i selskaper som begår alvorlige normbrudd. Samtidig opphører da kontakten med selskapet, og dermed også muligheten til å påvirke selskapets atferd mer direkte. Påvirkning gjennom eierskapsutøvelse gir selskapene en mulighet til å endre atferd, slik at normbruddene kan opphøre. Det er først hvis denne fremgangsmåten ikke

---

<sup>1</sup> Lov om Statens pensjonsfond § 2.

<sup>2</sup> § 1 i utvalgets forslag til retningslinjer for observasjon og utelukkelse.

<sup>3</sup> § 6 (5) i utvalgets forslag til retningslinjer for observasjon og utelukkelse.

er hensiktsmessig, eller ikke kan forventes å ha ønsket effekt, at utelukkelse bør være aktuelt.

### **2.3 Grensegangen mellom selskap og land**

Retningslinjene for observasjon og utelukkelse er rettet mot selskaper, ikke mot land eller stater. Utvalget er imidlertid bedt om å vurdere grenseganger mellom selskap og stat, herunder «[e]tiske hensyn knyttet til fondets investeringer i enkeltland med lovgivning og regelverk som bryter med anerkjente internasjonale konvensjoner og standarder», og om «dagens retningslinjer er egnet ved investeringer i slike land».

Utvalget drøfter på denne bakgrunn situasjoner der selskaper møter motstridende normkrav, og skriver blant annet: «Ettersom retningslinjene for observasjon og utelukkelse forutsetter grundige og offentlige tilrådinge, er det i slike tilfeller en risiko for at tilrådingene får preg av eller oppfattes som myndighetskritikk».

Utvalgets vurdering er at en ikke bør utforme etiske retningslinjer som på en generell måte avskjærer investeringene mot enkeltland, bransjer eller generelle selskapskarakteristika. Det er i tråd med råd og vurderinger som Norges Bank tidligere har gitt til Finansdepartementet<sup>4</sup>.

Utvalget drøfter hvordan investeringer i selskaper i land med avvikende normer i stedet kan håndteres gjennom tilpasninger i virkemiddelbruken og i utformingen av Etikkrådets tilrådinge. Utvalget skriver blant annet at tilrådingene i slike tilfeller bør kunne være noe mindre omfattende enn vanlig, at de i større grad bør kunne bygge på vurderinger om den etiske risikoen, der risikovurderinger for både land og bransje bør kunne tillegges vekt. Utvalget skriver videre: «Dette betyr imidlertid også at det vil være mindre fokus i tilrådingen på det konkrete normbruddet, selv om dette også må vises til som en sentral del av vurderingsgrunnlaget.»

Norges Bank mener det er gode grunner til å holde fast ved at tilrådingene må være grundige, med konkrete vurderinger av selskaper. Tilrådingene skal rettes inn mot selskaper, ikke stater. Som stor global eier drar Statens pensjonsfond utland nytte av frie og åpne markeder, uten særskilte restriksjoner på våre investeringe. Fondet har i dag en tydelig finansiell målsetting. Norges Banks arbeid med ansvarlig forvaltning bygger opp under denne målsettingen. En endring i de etiske retningslinjene som bidrar til å gjøre skillet mellom selskap og stat mer uklart, vil kunne reise tvil om fondets rolle. Det kan i så fall oppstå en betydelig risiko for avkastningen i fondet på sikt.

Under drøftingen av selskaper i land med avvikende normer gir utvalget også flere vurderinger av Norges Banks prosess for godkjenning av markeder. Utvalget skriver blant annet (avsnitt 19.4): «Utvalget antar i den anledning at også vurderinger av miljømessig og samfunnsmessig risiko, samt tilgangen på informasjon, kan være viktig ved beslutninger om å gå inn i nye markeder».

Norges Bank kan bekrefte dette, men vil samtidig understreke at godkjenning av instrumenter og markeder er en del av investeringsprosessen som styres av hele målsettingen for forvaltningen, slik den er uttrykt i mandatet. Hovedstyret i Norges Bank skal etter mandatet godkjenne alle markeder som fondet investeres i. Dette kravet gjelder uavhengig av om aksjemarkedet er en del av referanseindeksen eller ikke. Formålet med

---

<sup>4</sup> Norges Banks brev til Finansdepartementet 22. august 2019 «Aksjeinvesteringe i fremvoksende markeder».

Norges Banks godkjenning er, i tråd med kravene i mandatet<sup>5</sup>, å sikre at relevant risiko er identifisert og vurdert, at alle operasjonelle forhold kan håndteres og at beslutningen om å godkjenne et nytt marked er i tråd med fondets overordnede investeringsstrategi.

Norges Bank beskrev godkjenningen av enkeltmarkeder i brev til Finansdepartementet 22. august 2019. Banken gjør en bred vurdering av ulike typer risiko i markeder som skal godkjennes, herunder «kvaliteten på lovverket, rettssystemet, omfanget av korrupsjon og andre samfunnsmessige forhold i det aktuelle landet»<sup>6</sup>. Når et marked først tilfredsstiller de kravene som banken stiller for godkjenning, kan Norges Bank vanskelig utelukke dette markedet på særskilt grunnlag.

Grensegangen mellom selskap og stat er også sentral for vurderingen av utvalgets råd om et nytt kriterium for utelukkelse av selskaper på bakgrunn av salg av våpen. Dette spørsmålet drøftes nærmere i punkt 3.3.3 nedenfor.

### 3 Spesifikke merknader

#### 3.1 Virkeområde (§ 2)

Utvalget foreslår at råd og beslutninger etter produktkriteriene i § 3 også kan gjelde selskaper som kun er i referanseindeksen, men ikke i fondets portefølje.

Norges Bank mener det i utgangspunktet er gode grunner til dagens bestemmelse om å avgrense tilrådinger til selskaper som fondet faktisk er investert i. På den måten rettes arbeidet inn mot å unngå at fondet er investert i visse selskaper, i tråd med formålet. Samtidig vil det være en utilsiktet konsekvens av dagens avgrensning om fondet skal investere i nye selskaper som går inn i referanseindeksen, og som med høy sannsynlighet vil føre til tilråding og beslutning om utelukkelse.

Norges Bank er enig i at Etikkrådet bør kunne tilrå utelukkelse av selskaper som ikke er i fondets portefølje etter produktkriteriene i § 3. For eksempel er det enkelte tobakkselskaper som introduseres i fondets referanseindeks, og som fondet ikke tidligere har vært investert i. Det vil medføre unødige transaksjonskostnader om banken skal investere i slike selskaper bare for å legge til rette for en tilråding om utelukkelse med senere salg.

Utvalget har ikke anbefalt en tilsvarende adgang for utelukkelse etter atferdskriteriene i § 4. Vurderingen av sannsynligheten for fremtidig utelukkelse og nedsalg etter atferdskriteriene er vesentlig mer kompleks. I de aller fleste tilfeller vil det være vanskelig å vite om et selskap som kommer inn i referanseindeksen senere vil bli vurdert for utelukkelse etter atferdskriteriene. Det understøtter etter bankens vurdering at det ikke åpnes for tilrådinger om utelukkelse av selskaper som bare inngår i referanseindeksen basert på atferdskriteriene i § 4.

#### 3.2 Kriterier for produktbasert observasjon og utelukkelse av selskaper (§ 3)

Utvalget foreslår en justering i bestemmelsens ordlyd slik at det klart fremgår at både produksjon og utvikling av våpen er ment å rammes, samt både våpen og deres sentrale komponenter. Utvalget skriver (avsnitt 12.9): «Dette vil bringe ordlyden i kriteriet i tråd med dagens praktisering». Denne justeringen av ordlyden er altså ikke i seg selv ment som noen utvidelse av dagens kriterium for utelukkelse av våpen.

---

<sup>5</sup> Mandat for forvaltningen av Statens pensjonsfond utland § 3-10 (2)

<sup>6</sup> Mandatet fra Finansdepartementet til Norges Bank ble endret 30. november 2019, slik at hovedstyret skal godkjenne markeder, instrumenter og utstederland.

For utelukkelse av produsenter av kjernevåpen anbefaler utvalget at praktiseringen av retningslinjene endres. Utvalget mener at visse typer leveringsplattformer som bare kan benyttes til kjernevåpen, bør omfattes av kriteriet. Norges Bank har ikke noen merknad til dette forslaget.

Utvalget skriver videre: «Ved operasjonaliseringen av utelukkelseskriteriet har praksis vært at produksjon eller utvikling av produkter som har flere formål, hvorav ett er knyttet til kjernevåpen, ikke har vært grunnlag for utelukkelse av selskaper. Denne hovedregelen bør etter utvalgets mening ligge fast. Imidlertid kan det skje en utvikling hvor et økende antall systemer og produkter har flere formål, hvorav ett er knyttet til kjernevåpen. Ved framtidig praktisering av utelukkelseskriteriet for kjernevåpenproduksjon, kan det derfor bli nødvendig å gjøre enkelte unntak fra hovedregelen med hensyn til vurdering av komponenter med flere formål.» Norges Bank mener det i så fall kan åpne for krevende avgrensninger og at dagens praksis bør ligge fast.

### **3.3 Kriterier for atferdsbasert observasjon og utelukkelse av selskaper (§ 4)**

#### **3.3.1 Menneskerettigheter**

Utvalget foreslår å ta ut eksemplene på menneskerettighetsbrudd fra § 4 a). Utvalget begrunner det med at kriteriet ikke er begrenset til eksemplene i teksten. Utvalget skriver også at eksemplene kun angir grove brudd på menneskerettigheter, mens kriteriets ordlyd tilsier at både grove og systematiske menneskerettighetsbrudd er dekket.

Utvalget skriver (avsnitt 13.2.1): «For eksempel har flere selskaper blitt utelukket på grunnlag av systematiske brudd på arbeidstakerrettigheter der det enkelte normbruddet i seg selv ikke er grovt, men der omfanget av krenkelseser er så betydelig at det utgjør et handlingsmønster».

Norges Bank viser til at terskelen for utelukkelse skal være høy. I mandatet fra departementet til utvalget står det at «[u]telukkelse er et sterkt virkemiddel som bør begrenses til de mest alvorlige normbruddene». Det gjenspeiles også i utvalgets forslag til formålsparagraf for retningslinjene, der formålet «er å unngå at fondet er investert i selskaper som forårsaker eller medvirker til alvorlige krenkelseser av grunnleggende etiske normer...». Norges Bank legger til grunn at endringene i § 4 a) ikke skal føre til endringer i praktiseringen av kriteriet og mener dette kan presiseres. Herunder vil banken understreke at det er en sammenheng mellom begrepene som er brukt i kriteriet.

#### **3.3.2 Korrupsjon**

Under drøftingen av korrupsjonskriteriet, i avsnitt 13.7, skriver utvalget: «Men det at korrupsjon er straffbart og sanksjonert ellers på en annen måte enn medvirkning til menneskerettighetsbrudd eller brudd på miljølovgivning, gjør at selskaper vil legge stor innsats i å holde hemmelig eventuell korrumpert aktivitet. Dermed bør det stilles mindre strenge krav til sannsynliggjøringen av framtidige nye korrupsjonshandlinger ved vurderingen av utelukkelse.»

Norges Bank er enig med utvalget i at det er behov for grundighet i de konkrete vurderingene av selskaper. Utvalget skriver i kapittel 19 i utredningen: «Utvalget er enig i at utelukkelse og observasjon begrunnet i et etisk rammeverk er sterke virkemidler gjennom de vurderinger som offentliggjøres i Etikkrådets tilrådinge. Grundighet i den konkrete vurderingen av selskapet er derfor nødvendig for å være trygg på vurderingene i tilrådingene og for å bevare legitimiteten til retningslinjene og fondet. Det er etter utvalgets

mening viktig at denne praksisen videreføres.» Norges Bank mener at de samme strenge krav til sannsynliggjøring må gjelde for alle kriterier. Vurderingene må gjøres på selskapsnivå, og de skal være fremoverskuende.

I tråd med dagens retningslinjer kan observasjon være et alternativ til utelukkelse ved tvil om vilkårene for utelukkelse er oppfylt. Norges Bank skal også vurdere eierskapsutøvelse som et alternativ til observasjon eller utelukkelse. Norges Bank har utarbeidet et forventingsdokument om anti-korrupsjon, og det er et tema som banken jevnlig tar opp i dialogen med selskaper. Denne dialogen kan også utnyttes til å fremskaffe informasjon som ellers ikke er tilgjengelig. Eierskapsutøvelse kan derfor være et aktuelt alternativ til utelukkelse eller observasjon i slike saker.

### 3.3.3 Salg av våpen

Utvalget foreslår et nytt kriterium for å ekskludere selskaper som selger våpen til parter i væpnede konflikter som benytter våpnene til å begå alvorlige og systematiske brudd på humanitærrettens regler for stridighetene.

Kriteriet er rettet inn mot selskaper. Samtidig vil vurderinger etter dette kriteriet, som utvalget også er inne på, indirekte berøre både stater som kjøper våpen som benyttes til å begå brudd på humanitærretten, og stater som velger å ikke stanse eksport av våpen til tross for bruddene.

Utvalget drøfter hvordan Etikkrådet skal kunne identifisere hvilke krigførende stater kriteriet skal gjelde for. Utvalget skriver: «På den ene siden er det klart at Etikkrådet ikke er tiltenkt en rolle i å vurdere staters atferd. På den annen side kan det sentrale i vurderingen av et selskaps virksomhet være nettopp spørsmål om selskapets medvirkning til en krenkelse begått av en stat.» Utvalget skriver også: «Beskrivelser av vedvarende og systematiske brudd på regler for stridighetene bør som nevnt være basert på et bredt tilfang av autoritative kilder fra statlige og ikke-statlige institusjoner.»

Norges Bank vil understreke at retningslinjene retter seg mot selskaper, ikke land eller lands myndigheter, jf. generelle merknader i avsnitt 2. Dersom det foreslåtte kriteriet tas inn i retningslinjene, kan det bli liggende nær opp mot en utenrikspolitisk vurdering. Det tilsier særlig aktsomhet i vurderingene. Som utvalget skriver, bør det stilles krav til bredde og autoritet i kildetilfanget. Før det fattes vedtak om utelukkelse bør det være hevet over rimelig tvil at selskapet selger våpen inn i spesifikke konflikter der selskapet har kunnskap om, eller burde kunne forutse, bruk som klart bryter med internasjonal humanitærrett.

### 3.4 Observasjon

Utvalget mener at virkemidlet observasjon bør videreføres. Norges Bank er enig i det.

Oppfølgingen av observasjonssaker gjøres i henhold til etablert praksis av Etikkrådet, uten at det følger direkte av retningslinjene. Arbeidsdelingen mellom Etikkrådet og Norges Bank lå utenfor utvalgets mandat<sup>7</sup>, men Norges Bank har tidligere pekt på at det operasjonelt er noe uklart hvor observasjonsvirkemidlet slutter og eierskapsvirkemidlet begynner<sup>8</sup>.

---

<sup>7</sup> Se «Mandat for utvalg som skal gjennomgå de etiske retningslinjene for SPU» pkt. 2, femte kulepunkt.

<sup>8</sup> Se Norges Banks brev til Finansdepartementet 14. desember 2018.



Utvalget skriver (avsnitt 14.4): «Hvis Norges Bank har dialog med selskaper som Etikkrådet samtidig følger opp gjennom observasjon, kan dette skape klarhet om hvilken institusjon som forvalter eierrettighetene til fondet». Utvalget skriver at det derfor er viktig med god koordinering mellom Etikkrådet og Norges Bank, og god dialog med selskapene.

Norges Bank deler utvalgets syn på behovet for koordinering og dialog, og mener at departementet kan vurdere om retningslinjene også kan åpne for observasjon fra Norges Banks side basert på tilrådinger fra Etikkrådet, jf. bankens generelle merknad i punkt 2.2.

### **3.5 Betydningen av mangel på svar fra selskaper**

Norges Bank er enig med utvalget i at mangel på svar gjør at «Etikkrådet ikke får holdepunkter for å avvise sin antagelse om at den etiske risikoen er høy». Antagelsen vil da måtte bygge på andre kilder.

Utvalget skriver: «I situasjoner der risikoen er tilstrekkelig høy for grove normbrudd, mener utvalget, i tråd med etablert praksis, at manglende informasjon om selskapet, og særlig dersom selskapet viser manglende vilje til å opplyse saken, i seg selv kan bidra til at risikoen for medvirkning til uetisk atferd anses uakseptabelt høy.» Under drøftingen av forslaget til nytt atferdskriterium for salg av våpen til visse stater, skriver utvalget: «I slike saker kan selskapers manglende svar på henvendelser eller manglende deling av annen informasjon tillegges vekt av Etikkrådet i vurderingen av framtidig risiko forbundet med en investering.»

Som utvalget skriver, er det flere forhold som kan forklare mangel på svar. Utvalget viser blant annet til variasjoner i praksis og kultur for investorkommunikasjon mellom ulike typer selskaper, der man ofte ser at de store internasjonale selskapene har en mer profesjonell tilnærming enn de mindre og lokale selskapene. Andre eksempler som utvalget nevner er at selskaper kan la være å svare eller begrense informasjon av hensyn til pågående eller potensielle rettsprosesser, eller det kan være at selskapet ikke har forstått Etikkrådets rolle. Norges Bank er enig i dette og mener en bør være varsom med å trekke en tolkning av mangel på svar fra selskaper for langt. Bedret utveksling av informasjon mellom Norges Bank og Etikkrådet, eventuelt supplert med eierskapsutøvelse fra bankens side, kan være egnet til å bøte på eventuelle mangler ved informasjonstilfanget.

### **3.6 Revurderinger av grunnlaget for observasjon eller utelukkelse**

Etter dagens retningslinjer skal Etikkrådet jevnlig vurdere om grunnlaget for observasjon eller utelukkelse fortsatt er til stede<sup>9</sup>. Utvalget foreslår å erstatte det med at «Etikkrådet skal ha rutiner for å vurdere om grunnlaget for observasjon eller utelukkelse fortsatt er til stede». Norges Bank legger til grunn at Etikkrådet fremdeles vil ha et ansvar for at grunnlaget for beslutningene fortsatt er tilstede.

### **3.7 Grunnlag for utelukkelse etter avsluttet eierskapsutøvelse**

Dersom eierskapsutøvelse ikke fører frem, dvs. at risikoen for alvorlige etiske normbrudd ikke anses å ha blitt redusert tilstrekkelig gjennom eierskapsutøvelsen, vil Norges Bank ta stilling til saken på nytt. Banken vil da normalt be Etikkrådet om en oppdatert vurdering av saken.

---

<sup>9</sup> Dagens retningslinjer for observasjon og utelukkelse § 5 (5).

### 3.8 Nærmere om finansinstitusjoner

Norges Bank deler utvalgets syn om at det skal «svært mye til før banker bør utelukkes fra SPU som følge av lånevirksomhet eller liknende forretningsmessige forhold der risikoen for normbrudd som følge av klientens atferd, uten konkrete forhold som knytter bankens egen atferd nærmere til normbruddet.»

### 3.9 Andre merknader

Utvalget foreslår også enkelte endringer i mandat og retningslinjer som bygger på etablert praksis i Norges Bank. Utvalget foreslår for eksempel at publikasjonen «Ansvarlig forvaltning» eller en tilsvarende rapportering tas inn som krav i bankens forvaltningsmandat. Andre eksempler er forslaget om å vise til FNs veiledende prinsipper for næringsliv og menneskerettigheter (UNGP) i kravet til prinsippene banken skal utarbeide for ansvarlig forvaltning, og krav om årlig redegjørelse for fremdriften i eierskapsaker under retningslinjene. Norges Bank slutter seg til disse forslagene.

### 3.10 Økonomiske konsekvenser

I Norges Banks høringsuttalelse til NOU 2003:22 Forvaltning for fremtiden, skrev Norges Bank: «Omfattende bruk av negativ filtrering og uttrekk kan etter Norges Banks oppfatning generelt medføre betydelige kostnader i form av lavere forventet avkastning eller høyere markedsrisiko, og i form av mindre oversiktighet ved vurdering av forvaltningen.»

Den årlige avkastningen for referanseindeksen for aksjer i perioden 2006-2019 har vært 0,04 prosentpoeng lavere enn for en tenkt referanseindeks uten utelukkelsene fra fondet<sup>10</sup>. Det tilsvarer med dagens størrelse på aksjeporteføljen et «tap» av avkastning i størrelse 2,8 milliarder kroner årlig.

I dag er 144 selskaper utelukket, hvorav 106 med bakgrunn i produktbaserte kriterier. Mindreavkastningen på 4 basispunkter<sup>11</sup> kan tilskrives produktbaserte utelukkelse, som isolert sett har gitt en årlig avkastning som var 7 basispunkter lavere enn for en tenkt referanseindeks uten disse utelukkelsene. Dette kan skyldes at de bransjene som er utelukket kan ha andre risiko- og avkastningsegenskaper enn de bransjene som er igjen i referanseindeksen.

Virkingen på indeksavkastningen av de atferdsbaserte utelukkelsene har derimot vært positiv i perioden. Den årlige avkastningen for referanseindeksen for aksjer har isolert sett vært 3 basispunkter høyere enn for en tenkt referanseindeks uten de atferdsbaserte utelukkelsene. Selv om disse utelukkelsene er begrunnet med etikk, kan de også ha redusert eksponeringen mot uønsket finansiell risiko.

Som utvalget skriver, vil historiske effekter påvirkes av hvilken periode en ser på. Resultatene siden 2006 er derfor ikke nødvendigvis representative for effekter av utelukkelse i fremtiden.

---

<sup>10</sup> NOU 2020:7, avsnitt 7.2.2

<sup>11</sup> Ett basispunkt er lik 0,01 prosentpoeng





Eventuelt økt omfang av utelukkelse kan øke virkningen på avkastning og risiko. Utvalget skriver at Etikkrådets sekretariat har identifisert en håndfull selskaper som vil kunne bli utelukket som følge av utvalgets forslag. Fondet hadde ved utgangen av 2019 investert i overkant av 10 milliarder kroner i disse selskapene.

Med hilsen

  
Øystein Olsen

  
Birger Vikøren