



UNIVERSITETET I AGDER

# Kapitalforvaltere i en ny tid

Hvordan integreres bærekraft?

INGUNN BORLAUG & LINN AARSTEN

VEILEDER

Stina Torjesen

**Universitetet i Agder, 2018**

Institutt for økonomi på Handelshøyskolen ved  
UiA, Kristiansand

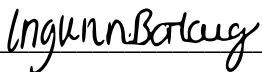


## Forord

Masteroppgaven er skrevet som en avsluttende del av vår mastergrad i økonomi og administrasjon på Handelshøyskolen ved UiA. Masteroppgaven er skrevet innenfor spesialiseringen økonomisk styring og tilsvarer 30 studiepoeng.

Koblingen mellom bærekraft og finans har i svært liten grad blitt belyst i utdanningen vår. Ved å skrive denne masteroppgaven vil vi tilegne oss mer kunnskap om bærekraft og finans, samt bidra med forskningsbasert informasjon på dette feltet.

Vi vil gjerne takke vår kunnskapsrike og motiverende veileder, Stina Torjesen, for gode råd og innspill underveis i prosessen. Videre vil vi takke studiens respondenter og de tre finansforetakene: Nordea Bank AB, Storebrand ASA og KLP. Vi vil også takke Finans Norge for tilgang til en respondent. Respondentene har en hektisk hverdag, men har fortsatt satt av tid til oss. Dette setter vi stor pris på. Til slutt, vil vi takke våre kollegaer i Nordea som har kommet med innspill til masteroppgaven og bistått i tilgangen på respondenter i Nordea.



Ingunn Borlaug

Kristiansand, 31.05.2018



Linn Aarsten

Kristiansand, 31.05.2018

## Sammendrag

Tema for denne studien er hvordan kapitalforvaltere integrerer bærekraft i kapitalforvaltningen gjennom utøvelse av ansvarlige investeringer. Målet med studien er å kartlegge om det er mulig å forene bærekraft og finans. Bærekraft og finans er tilsynelatende to motstridende hensyn som kan være utfordrende å forene. For å undersøke om bærekraft og finans kan forenes, ser vi på fire hovedelementer knyttet til integreringen av bærekraft i kapitalforvaltningen:

- Drivere for ansvarlige investeringer
- Utøvelsen av ansvarlige investeringer
- Variasjon i utøvelsen av ansvarlige investeringer
- Konsekvenser ved utøvelsen av ansvarlige investeringer

I denne studien benyttes en kvalitativ forskningsmetode. For å samle inn empiriske funn og informasjon har vi benyttet semistrukturert intervju og dokumentanalyse. Respondentene er hentet fra de tre finansforetakene: Nordea Bank AB, Storebrand ASA og KLP, samt en respondent fra Finans Norge. Studien tar hovedsakelig utgangspunkt i kapitalforvalternes utøvelse av bærekraft, men benytter også andre betydningsfulle respondenter i finansmarkedet til å underbygge kapitalforvalternes utøvelse.

I intervjuene uttrykker respondentene at bærekraft blir integrert i kapitalforvaltningen på grunn av blant annet lønnsomhet, redusert risiko og kundenes etterspørsel. Kapitalforvalterne benytter hovedsakelig eksklusjon som strategi for ansvarlig investeringer, men forventer en økt bruk av aktivt eierskap i fremtiden. Variasjonene i integreringen av bærekraft skyldes mangel på informasjon, ressurser og standardisering, samt den enkelte kapitalforvalter sin tolking av informasjon.

Våre funn viser at begrenset informasjonstilgang og mange usikkerhetsmomenter skaper variasjoner i integreringen av bærekraft i kapitalforvaltningen. Dette tyder på at å forene bærekraft og finans er i en vekstfase. Selv om det foreligger usikkerhetsmomenter, er det allikevel en formening om at økt tilgang på dokumentasjon og en lengre investeringshorisont, vil gjøre det lettere for kapitalforvaltere å integrere bærekraft i forvaltningen i fremtiden.

# Innholdsfortegnelse

<b>Figurliste</b> .....	<b>VI</b>
<b>Tabelliste</b> .....	<b>VI</b>
<b>1.0 Introduksjon</b> .....	<b>1</b>
1.1 Bakgrunn .....	1
1.2 Relevans .....	2
1.3 Problemstilling og forskningsspørsmål .....	3
1.4 Oppgavens struktur .....	4
<b>2.0 Teoretisk rammeverk</b> .....	<b>5</b>
2.1 Bærekraftsteori .....	5
2.1.1 Bærekraft.....	5
2.1.2 Jordens utfordringer.....	5
2.1.3 Internasjonalt fokus på bærekraft .....	7
2.1.4 Nasjonalt fokus på bærekraft.....	7
2.1.5 FN og Parisavtalen.....	8
2.1.6 Økonomifagets litteratur på bærekraft .....	8
2.1.7 ESG.....	14
2.1.8 Ansvarlige investeringer .....	17
2.1.9 Principles for Responsible Investments .....	20
2.1.10 Oljefondet.....	21
2.1.11 Greenwashing.....	23
2.2 Finansteori .....	24
2.2.1 Det finansielle systemet .....	24
2.2.2 Finansmarkedet .....	24
2.2.3 Direkte og indirekte finansiering .....	26
2.2.4 Finansielle eiendeler .....	26
2.2.5 Finansforetak .....	26
2.2.6 Kapitalforvalteren .....	27
2.2.7 Aktiv og passiv forvaltning .....	27
2.2.8 Fundamental analyse.....	28
2.2.9 Prissetting i mikroøkonomisk teori .....	29
2.2.10 Effisiente markeder .....	30
2.2.11 Kritikk til hypotesen om effisiente markeder .....	31
2.2.12 Atferdsøkonomi .....	33
2.2.13 Prospektteorien .....	33
2.2.14 Risikoaversjon .....	34
2.2.15 Tapsaversjon.....	34
2.3 Oppsummering teoretisk rammeverk .....	35
<b>3.0 Metode</b> .....	<b>38</b>
3.1 Forskningsprosessen .....	38
3.2 Kvantitativ og kvalitativ forskningsmetode .....	38
3.2.1 Kvantitativ forskningsmetode.....	39
3.2.2 Kvalitativ forskningsmetode .....	39
3.2.3 Begrunnelse for valg av kvalitativ forskningsmetode .....	40
3.3 Datainnsamling .....	41
3.3.1 Intervju.....	41
3.3.2 Dokumentanalyse .....	43
3.4 Utvelgelse og tilgang til respondenter .....	45

3.5 Forskningsarena.....	47
3.5.1 Nordea Bank AB.....	47
3.5.2 Storebrand ASA.....	48
3.5.3 Kommunal Landspensjonskasse.....	48
3.6 Utførelsen av intervju.....	49
3.7 Forskningskvalitet.....	50
3.7.1 Reliabilitet.....	51
3.7.2 Validitet.....	51
3.8 Oppsummering metode.....	52
<b>4.0 Empiri.....</b>	<b>53</b>
4.1 Drivere for ansvarlige investeringer.....	53
4.1.1 Forventet langsiktig avkastning.....	53
4.1.2 Identifisere mulig risiko.....	54
4.1.3 Kunder, eiere og media.....	55
4.1.4 Pådrivere og initiativer.....	56
4.1.5 Interne krefter i finansforetaket og kapitalforvalternes indre motivasjon.....	57
4.2 Utøvelsen av ansvarlige investeringer.....	58
4.2.1 Ekskludering og aktivt eierskap.....	58
4.2.2 ESG-integrasjon.....	59
4.3 Variasjon i utøvelsen av ansvarlige investeringer.....	61
4.3.1 Tilgang på ressurser.....	62
4.3.2 Type sektor og reguleringer i samfunnet.....	63
4.3.3 Aktiv og passiv forvaltning.....	64
4.3.4 Tolkning av informasjon.....	64
4.4 Konsekvenser ved utøvelsen av ansvarlige investeringer.....	65
4.4.1 Effekt på kapitalforvaltermiljøet.....	65
4.4.2 Dilemma og interessekonflikt.....	66
4.4.3 Mangel på standardisering.....	68
4.5 Tidsperspektiv og framtidsutsikter.....	69
4.6 Oppsummering av empiri.....	71
<b>5.0 Analyse.....</b>	<b>72</b>
5.1 Drivere for ansvarlige investeringer.....	72
5.1.1 Forventet langsiktig avkastning.....	72
5.1.2 Identifisering av mulig risiko.....	73
5.1.3 Kunder, eiere og media.....	73
5.1.4 Pådrivere og initiativer.....	75
5.1.5 Interne krefter i finansforetaket og kapitalforvalternes indre motivasjon.....	76
5.1.6 Oppsummering analyse del 1.....	76
5.2 Utøvelsen av ansvarlige investeringer.....	77
5.2.1 Ekskludering og aktivt eierskap.....	77
5.2.2 ESG-integrasjon.....	79
5.2.3 Oppsummering analyse del 2.....	80
5.3 Variasjon i utøvelsen av ansvarlige investeringer.....	80
5.3.1 Tilgang på ressurser.....	81
5.3.2 Type sektor og reguleringer i samfunnet.....	81
5.3.3 Aktiv og passiv forvaltning.....	82
5.3.4 Tolkning av informasjon.....	82
5.3.5 Oppsummering analyse del 3.....	83
5.4 Konsekvenser ved utøvelsen av ansvarlige investeringer.....	84
5.4.1 Effekt på kapitalforvaltermiljøet.....	84
5.4.2 Dilemma og interessekonflikt.....	85
5.4.3 Mangel på standardisering.....	86

5.4.4 Oppsummering analyse del 4 .....	87
5.5 Oppsummering av analyse.....	87
<b>6.0 Konklusjon.....</b>	<b>89</b>
6.1 Konklusjon del 1 .....	89
6.2 Konklusjon del 2.....	89
6.3 Konklusjon del 3.....	90
6.4 Konklusjon del 4.....	90
6.5 Svar på forskningsspørsmålene.....	91
6.6 Svar på problemstillingen.....	91
6.7 Forslag til videre forskning.....	92
<b>Litteraturliste .....</b>	<b>93</b>
<b>Vedlegg .....</b>	<b>101</b>
Vedlegg 1 – Intervjuguide 1 .....	101
Vedlegg 2 – Intervjuguide 2.....	103
Vedlegg 3 – Refleksjonsnotat 1 .....	105
Vedlegg 4 – Refleksjonsnotat 2.....	108

## **Figurliste**

<b>Figur 1:</b> World Business Council for Sustainable Development (Vision 2050).....	6
<b>Figur 2:</b> Carroll´s pyramide for ansvarlighet.....	10
<b>Figur 3:</b> Markedsinformasjon sin påvirkning på aksjepris.....	32

## **Tabelliste**

<b>Tabell 1:</b> Elkington´s syv drivere for bærekraftige revolusjoner.....	11
<b>Tabell 2:</b> Beskrivelse av United Nations Global Compact prinsipp 3-6.....	16
<b>Tabell 3:</b> Strategier for ansvarlige investeringer.....	18
<b>Tabell 4:</b> PRI-prinsipper.....	21
<b>Tabell 5:</b> Oljefondet´s ekskludering av selskaper.....	23
<b>Tabell 6:</b> Kobling av teori og forskningsspørsmålene.....	36
<b>Tabell 7:</b> Kategorisering av studiens respondenter.....	46

## 1.0 Introduksjon

### 1.1 Bakgrunn

Finansmarkedet er underlagt et press om å integrere bærekraft på bakgrunn av jordklodens begrensede ressurskapasitet og den økte etterspørselen etter bærekraft i markedet (Sachs, 2015; United Nations Development Programme, 2016). Internasjonale initiativer og reguleringer i samfunnet krever at finansmarkedet og kapitalforvaltere har et større fokus på bærekraft (OECD, 2011; UNPRI, 2018). Denne oppgaven ønsker å undersøke hvordan utøvelsen av bærekraft skjer i kapitalforvaltningen og hvordan kapitalforvaltere agerer i et marked der det er mangel på informasjon og det foreligger subjektivitet rundt forståelsen av bærekraftbegrepet.

Bærekraft handler om å ivareta sosiale og miljømessige hensyn, hvor det er et fokus på miljø- og fattigdomsutfordringene jordkloden står overfor. Videre skal dagens generasjons behov tilfredsstilles, uten at det går på bekostning av behovene til fremtidens generasjoner (World Commission on Environment and Development, 1987). Finansmarkedet har et ansvar for å sikre økonomisk vekst og finansiell stabilitet i markedet. Videre har finansmarkedet tradisjonelt hatt et utelukkende fokus på profitt og har som oppgave å beskytte samfunnet fra uforutsette finansielle situasjoner (Hubbard & O'Brien, 2012; Mishkin & Eakins, 2012). Vi ser med dette at bærekraft og finansmarked til sammen utgjør økonomiske, sosiale og miljømessige hensyn. Disse tre hensynene blir ivaretatt av kapitalforvalteren ved å benytte ansvarlige investeringer. Ansvarlige investeringer har som formål å skape avkastning i investeringene, samtidig som ikke-finansielle faktorer tas i betraktning (Renneboog et al., 2008; Wood og Hoff, 2007). I denne oppgaven undersøker vi om ansvarlige investeringer virkelig lar seg utøve av kapitalforvaltere i praksis. En balanse mellom de økonomiske, sosiale og miljømessige hensynene fremlegges som viktig for en bærekraftig utvikling, men vil sannsynligvis være utfordrende for kapitalforvalteren å utøve (Crane et al., 2014; Elkington, 1997). Kapitalforvalteren har et prioritert fokus på avkastning i forvaltningen som kan begrense balansegangen mellom de tre hensynene.

Vår antagelse er at bærekraft og finans er forenlig, men vi forventer at det vil påløpe utfordringer underveis. For å undersøke denne antagelsen vil studien ta for seg hvilke drivkrefter som foreligger for at kapitalforvalterne skal utøve ansvarlige investeringer. Videre vil vi undersøke hvordan kapitalforvaltere balanserer bærekraft og finans i kapitalforvaltningen.



Studien vil også se på hvilke variasjoner og konsekvenser som foreligger i utøvelsen av ansvarlige investeringer. En forklaring på variasjoner og konsekvenser kan være at bærekraft er et relativt nytt begrep i finansmarkedet og integreringen av bærekraft befinner seg i en vekstfase. Mangel på informasjon og et behov for subjektivitet kan derfor være utfordringer som vi forventer kan oppstå og dermed begrenser muligheten for at bærekraft og finans forenes på en optimal måte. Vi ønsker derfor i denne oppgaven å undersøke hvordan utøvelsen av bærekraft skjer i finansmarkedet og hvordan kapitalforvaltere agerer i en vekstfase hvor bærekraft ikke er standardisert.

## **1.2 Relevans**

Integreringen av bærekraft i finansmarkedet er i liten grad belyst av tidligere studier, både nasjonalt og internasjonalt. Tidligere studier har undersøkt sammenhengen mellom bærekraft og finansiell avkastning (Eccles et al. 2012; Eccles et al. 2014; Eccles et al. 2016), men har i liten grad undersøkt hvordan bærekraft og finans forenes. Vi mener at finansmarkedet spiller en nøkkelrolle i samfunnets bidrag til en bærekraftig utvikling og det vil derfor være viktig å kartlegge hvordan og hvorfor bærekraft forenes med finans i finansmarkedet. For det første foreligger det reelle risikofaktorer knyttet til bærekraft som finansmarkedet kan prise inn i kapitalforvaltningen. Tilgang på dokumentasjon og kunnskap gjør at kapitalforvalterne vil integrere risiko knyttet til bærekraft som en del av investeringsbeslutningene, på lik linje med annen finansiell risiko. For det andre befinner finansmarkedet seg i en vekstfase hvor det skjer omstillinger og endringer i kapitalforvaltermiljøet. Finansmarkedet kan derfor lettere bidra til bærekraft ved å identifisere og skape investeringsmuligheter som kan være til fordel for både samfunnet og finansforetaket.

Belysningen av hvordan bærekraft integreres i finansmarkedet kan skape diskusjon rundt det å forene de to tilsynelatende motstridende hensynene. Vi ønsker derfor i denne oppgaven å svare på fire forskningsspørsmål som kan gi relevant informasjon til finansmarked, finansforetak, kapitalforvaltere og kunder. Studien er basert på en unik tilgang på intervjuer med sentrale kapitalforvaltere og representanter i det norske finansmarkedet.

### 1.3 Problemstilling og forskningsspørsmål

Vi ønsker i denne studien å besvare følgende problemstilling: *Er bærekraft og finans forenelig?*

For å best mulig svare på problemstillingen har vi definert følgende fire forskningsspørsmål:

- **Del 1: Drivere for ansvarlige investeringer**

Hva gjør at kapitalforvalteren utøver ansvarlige investeringer?

- **Del 2: Utøvelsen av ansvarlige investeringer**

Hvordan balanserer kapitalforvalteren økonomiske, sosiale og miljømessige hensyn i kapitalforvaltningen?

- **Del 3: Variasjon i utøvelsen av ansvarlige investeringer**

Hvordan forklares variasjonen i måten kapitalforvalteren utøver ansvarlige investeringer på?

- **Del 4: Konsekvenser ved utøvelsen av ansvarlige investeringer**

Hvilke konsekvenser ved utøvelse av ansvarlige investeringer ser kapitalforvalteren?

Forskningsspørsmålene undersøker om de to tilsynelatende motstridende hensynene; bærekraft og finans, kan forenes. Spørsmålene vil belyse hvorfor og hvordan de to hensynene blir forenet i kapitalforvaltningen og beskriver variasjoner og konsekvenser som kan oppstå. Studien baseres på en kvalitativ forskningsmetode ved bruk av semistrukturert intervju og vil danne grunnlaget for svarene på forskningsspørsmålene. Det foreligger begrensede tidligere studier og akademisk litteratur som kan gjøre det nødvendig med mer forskningsbasert data på feltet. Vi ønsker derfor med denne studien å tilføre relevant empirisk data som kan bidra til senere forskning innenfor bærekraft og finans.

## **1.4 Oppgavens struktur**

Kapittel 2 presenterer studiens teoretiske rammeverk og består av to hoveddeler. Del 1 beskriver bærekraftsteorien og del 2 beskriver finansteorien. Det teoretiske rammeverket danner grunnlaget for studiens analyse hvor de fire forskningsspørsmålene skal besvares.

Kapittel 3 presenterer studiens metodiske tilnærming hvor kvalitativ metode, semistrukturert intervju, dokumentanalyse, samt utvelgelse og tilgang til respondenter blir nøye beskrevet.

Kapittel 4 og 5 presenterer studiens empiriske funn og analyse. Inndelingen til disse to kapitlene er basert på studiens fire forskningsspørsmål. Kapittel 6 oppsummerer studiens viktigste funn og presenterer studiens konklusjon.

## **2.0 Teoretisk rammeverk**

Formålet med dette kapittelet er å presentere for studiens teoretiske rammeverk. Utgangspunktet for oppgaven er å undersøke om bærekraft og finans er mulig å forene. Vi har derfor valgt å dele det teoretiske rammeverket inn i to hoveddeler: Bærekraftsteori og finansteori. Til slutt følger en kort oppsummering av teorikapittelet.

### **2.1 Bærekraftsteori**

I denne delen vil vi først presentere bærekraftbegrepet, for å så forklare hvordan jordkloden i dag blir påvirket av samfunnets ressursforbruk. Deretter vil vi fremlegge hvordan det nasjonale og internasjonale markedet responderer til bærekraft. FNs bærekraftsmål og Parisavtalen er eksempler på markedets respons til bærekraftsutfordringene som jordkloden står overfor i dag. Videre fremlegges ulike syn innenfor økonomifagets litteratur på hvorfor og hvordan næringslivet bør integrere bærekraft. Til slutt fremlegges finansmarkedets respons på å utøve bærekraft gjennom ansvarlige investeringer (SRI), initiativer (PRI) og pådrivere (Oljefondet). I tillegg nevnes også greenwashing som kan være en utfordring i henhold til utøvelsen av ansvarlige investeringer.

#### **2.1.1 Bærekraft**

Bærekraft handler om å dekke behovene til dagens generasjon uten at det skal gå på bekostning av behovene til den fremtidige generasjon (World Commission on Environment and Development, 1987). Begrepet ble først definert av World Commission on Environment and Development (Brundtlandkommisjonen) i rapporten Our Common Future (Vår felles framtid) i 1987 og har spilt en viktig rolle for utviklingen av begrepet i den senere tid. Brundtlandkommisjonen foreslo utviklingsstrategier for å sikre bærekraft i samfunnet som kan bedre miljø- og fattigdomsproblemene verden står overfor. For å sikre en felles framtid ble det uttrykt et behov for en ny epoke med en kraftig økonomisk vekst, hvor også sosiale og miljømessige hensyn kunne ivaretas (World Commission on Environment and Development, 1987).

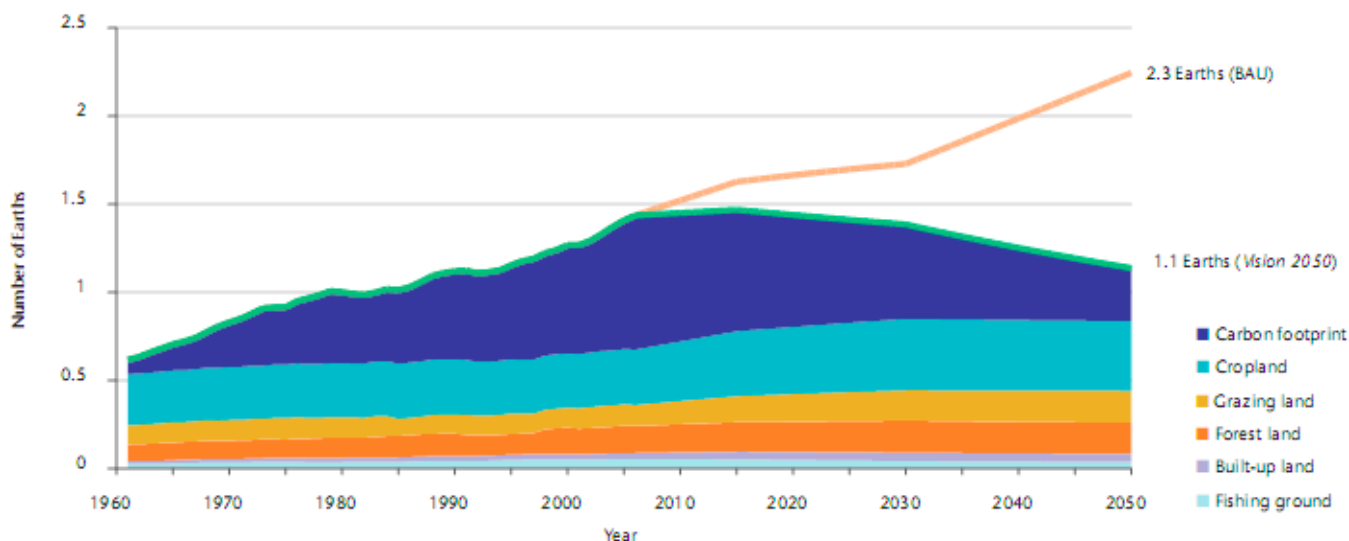
#### **2.1.2 Jordens utfordringer**

Stockholm Resilience Centre har presentert konseptet “planetary boundaries” som beskriver jordklodens ni planetariske grenser (Rockström et al., 2009). De planetariske grensene definerer hva som er en bærekraftig jordklode for menneskeheten. Konseptet er basert på vitenskapelige

bevis på at menneskelige aktiviteter er hovedgrunnen til de globale miljøforandringene jordkloden står overfor. Menneskelige aktiviteter som overstiger de planetariske grensene kan føre til irreversible og raske miljøforandringer. Den vitenskapelige forskningen fant i 2009 at to av ni planetariske grenser allerede var oversteget og det forelå sannsynligheter for at flere vil bli krysset i tiden fremover (Rockström et al., 2009).

Sachs (2015) beskriver også klimaendringene som en konsekvens av menneskelige handlinger og understreker viktigheten av å integrere ansvarlighet i samfunnet. Menneskers påvirkning på miljø støttes også av Intergovernmental Panel on Climate Change (IPCC). I følge IPCC er klimaproblemet av så stort omfang at det som kreves utgjør betydelige teknologiske, økonomiske, sosiale og institusjonelle utfordringer (Department of Energy & Climate Change, 2014). Skulle ressursforbruket fortsette slik det gjør i dag, vil jordkloden i 2050 ha et ressursforbruk tilsvarende tre jordkloder, som ifølge United Nations Development Program (2016) ikke er bærekraftig.

**Figur 1:** World Business Council for Sustainable Development (Vision 2050)



(World Business Council for Sustainable Development, 2010:35)

### **2.1.3 Internasjonalt fokus på bærekraft**

På bakgrunn av jordklodens utfordringer, har det internasjonale fokuset på bærekraft økt. Den finansielle krisen i 2008 har spesielt skapt et økt fokus på langsiktige investeringer og rollen til finansforetakene (Morales et al., 2017). I Storbritannia har det vært et skifte i reguleringene for pensjonsinvestorer fra et kortsiktig til et mer langsiktig fokus på investeringene. Tidligere ble investeringsbeslutninger gjort med utgangspunkt i et kortsiktig fokus på avkastning og risiko. I Europa er det også diskutert en lovendring om at bærekraft skal være påkrevd å ta hensyn til i forvaltningen (European Commission, 2018). Den bærekraftige strategien for Europa ble fornyet i 2018 og la frem anbefaling om at bærekraft i finansmarkedet vil bli styrket ved en langsiktig finansiering av samfunnets behov. I tillegg la også Europakommisjonen frem at den finansiell stabilitet vil bli bedre dersom miljø, sosiale forhold og eierstyring blir integrert i investeringsbeslutninger (European Commission, 2018). Dette gir et økt fokus på på bærekraft internasjonalt, men setter også et økt press på Norge og norske virksomheter (Morales et al., 2017).

### **2.1.4 Nasjonalt fokus på bærekraft**

Norge er et rikt og velregulert land som har kommet langt på vei mot en bærekraftig utvikling sammenlignet med land som ikke er i en tilsvarende situasjon. Norske virksomheter må innrette seg norske lover og standarder som gjør at de i mindre grad kan unngå bærekraftig utvikling uten form for konsekvenser. I 2003 fikk Norge blant annet en av verdens strengeste korrupsjonsbestemmelser hvor korrupsjon og påvirkningshandel straffes med bøter eller fengsel inntil 3 år (Straffeloven, 2009, §387).

Norge skal være en forkjemper i arbeidet med bærekraftig utvikling og den norske regjeringen har utviklet en nasjonal strategi for dette (NOU 2008-2009:7). Strategien ble først utviklet i samarbeid med Nasjonalbudsjettet i 2008 og følges opp i regjeringens handlingsplan for bærekraftig utvikling. Strategien skal sikre bærekraftig utvikling for regjering, kommuner, selskaper, organisasjoner og den enkelte i den norske befolkningen (Finansdepartementet, 2007; NOU 2008-2009:7). Videre har den norske regjeringen oppnevnt et Ekspertutvalg for grønn konkurransekraft med formål i å utvikle og styrke grønn konkurransekraft i det Norske næringslivet, spesielt i tiden frem mot 2030 og 2050 (Hedegaard og Kreutzer, 2016). Norges innsats til bærekraftig utvikling innebærer også å støtte opp under initiativer som Parisavtalen og FNs bærekraftsmål. Parisavtalen trådte i kraft November 2016 og Norge var et av de første

landene som ga sitt samtykke. Norge er også en viktig bidragsyter i United Nations Global Compact (Utenriksdepartementet, 2018).

### **2.1.5 FN og Parisavtalen**

På bakgrunn av jordklodens utfordringer har markedets etterspørsel etter bærekraft økt de siste 25 årene (United Nations Development Programme, 2016). Ifølge FNs utviklingsprogram kan denne økningen sees i sammenheng med økt bevissthet rundt utfordringene jordkloden står overfor. Kommunikasjon og informasjonstilgang legges også som viktige forklaringer på at bærekraft i økende grad har nådd ut til markedet (United Nations Development Programme, 2016).

Jordklodens utfordringer har skapt forventninger i markedet om at løsninger må utarbeides. Som et resultat av dette har internasjonale initiativer som FN og Parisavtalen kommet på banen og skapt tydelige rammer for markedet. FNs første miljøkonferanse fant sted i Stockholm i 1972. Videre ble FNs første verdenskommisjon for miljø og utvikling opprettet i 1983. I 2016 utarbeidet FN de 17 bærekraftsmålene som ble verdens felles plan for å utrydde fattigdom, bekjempe klimaproblemer og redusere ulikheter i samfunnet innen 2030 (FN, 2018). Parisavtalen er en internasjonal avtale som også har et mål om å begrense klimaendringene i verden. Alle land har forpliktet seg til å følge avtalen og er en viktig milepæl i veien mot en bærekraftig jordklode (FN, 2018).

Ifølge FN bør både nasjonale og internasjonale selskaper ta et økt ansvar og integrere bærekraft i strategien og kulturen. For at dette skal la seg gjøre må selskapene ha tilgang på teknologi, ressurser og riktig informasjon. Ytterligere må verdier, normer, forventninger i samfunnet, samt miljøpolitikk og reguleringer integrere bærekraft. Dette er viktig for å redusere risikoen for at jordklodens planetariske grenser overstiges (United Nations Development Programme, 2016). Integrasjonen av bærekraft i selskapene er ikke en internasjonal lov, men har blitt et tydelig referansepunkt og fellesprosjekt i markedet.

### **2.1.6 Økonomifagets litteratur på bærekraft**

Det har skjedd mye i økonomifagets litteratur på bærekraft over tid. I litteraturen foreligger det ulike svar på hvordan og hvorfor bærekraft og finans kan forenes. Allerede i 1970 ble integrering av bærekraft i næringslivet møtt med kritikk, hvor Friedman (1970) var sentral. Videre i 1979 argumenterte Carroll (1979) for at næringslivet praktiserer samfunnsansvar når

fire grunnleggende ansvarsområdene er oppnådd. Elkington (1997) la så frem rammeverket “den tredelte bunnlinje” som beskriver hvordan næringslivet kan bidra til en bærekraftig utvikling ved å balansere økonomiske, sosiale og miljømessige hensyn. I 2011 la Porter og Kramer (2011) frem at integrering av bærekraft i næringslivet vil føre til en felles verdiskapning, for både samfunn og selskap. Crane et al. (2014) kritiserer Porter og Kramer (2011) sitt syn på bærekraft og argumenterer for at verdiskapning er svært komplekst. Til tross for at Crane et al. (2014) er skeptisk til Porters forslag på integrering av bærekraft i næringslivet, ser vi at Crane et al. (2014) fortsatt er enige med Brundtlandkommisjonen (1987) og Elkington (1997) om at en balanse mellom økonomiske, sosiale og miljømessige hensyn må være tilstede for at bærekraft skal integreres i næringslivet. Til slutt presenteres Henderson (2015) som ser på integreringen av bærekraft i næringslivet på kort og lang sikt.

### **Milton Friedman**

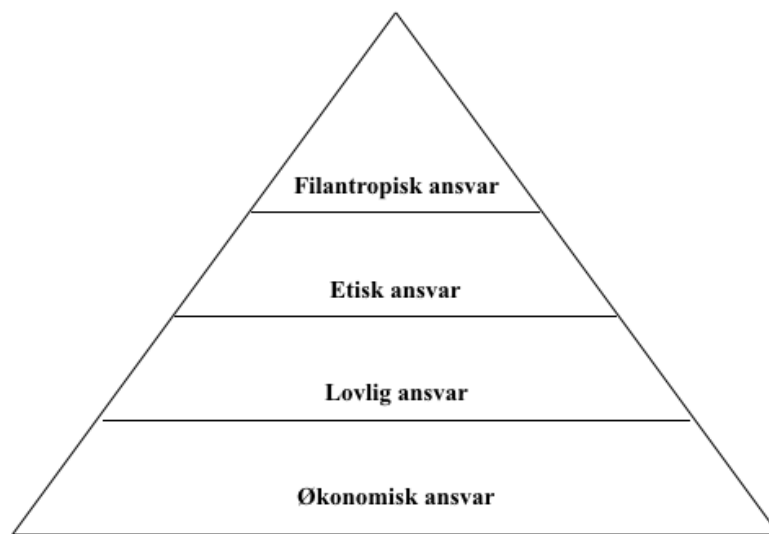
Friedman (1970) uttrykker en sterk skepsis til at næringslivet skal fokusere på bærekraft og argumenterer for at bærekraft ikke er næringslivets ansvar. Argumentet til Friedman (1970) er at det er moralsk feil av selskapet å fokusere på samfunnsansvar når hovedansvaret er å maksimere eieren sin avkastning. Det foreligger en moralsk og juridisk forpliktelse mellom selskap og eier, som forplikter selskapet til å opptre i eieren sin interesse og ikke i andre samfunnsaktører sin interesse. Friedman (1970) argumenterer også for at selskapet ikke er i stand til å ta etiske hensyn da integrering av bærekraft krever etisk kompetanse og tilstrekkelig med informasjon som selskapet og deres ledere ikke har.

### **Archie B. Carroll**

Carroll (1979) utarbeidet en pyramide bestående av selskapets fire ansvarsområder som til sammen utgjør selskapets samfunnsansvar. I følge Carroll (1979) er det økonomiske ansvaret en grunnleggende byggestein for selskapets utøvelse av bærekraft. Selskapet har et ansvar om å dekke samfunnets behov og gjøre dette med profitt. Etter at det økonomiske ansvaret er oppfylt, følger selskapets lovlige ansvar, etiske ansvar og filantropiske ansvar. Et lovlig ansvar betyr at selskapet skal operere innenfor de lover og regler som er satt i samfunnet. Videre følger et etisk ansvar som betyr at selskapet utøver aktiviteter som er i samsvar med samfunnet forventning til moral og etikk. Det siste ansvarsområde er filantropisk ansvar og betyr at selskapet frivillig bidrar til samfunnet for å bedre samfunnets situasjon.



**Figur 2:** Carroll's pyramide for ansvarlighet



(Carroll, 1979, s. 499)

### **John Elkington**

Elkington (1997) utviklet det økonomiske rammeverket “den tredelte bunnlinje” for å beskrive hvordan bærekraft bør utøves. Den tredelte bunnlinjen går ut over selskapets tradisjonelle syn på fortjeneste og avkastning på investeringene, ved at sosiale og miljømessige hensyn også legges til grunn. I følge Elkington (1997) kan det være utfordrende å balansere de tre hensynene, men et samspill mellom samfunnsaktørene i markedet kan gjøre balanseringen lettere. En balanse kan også være vanskelig å oppnå fordi sosiale og miljømessige hensyn er vanskelige å måle (Elkington, 1997).

I boken *Cannibals with Forks; The triple bottom line of 21st-century business* understreker Elkington 7 drivere for bærekraftige revolusjoner som beskriver hvorfor selskaper bør utøve den tredelte bunnlinje.

**Tabell 1:** Elkington's syv drivere for bærekraftige revolusjoner

Revolusjon	Forklaring på de syv bærekraftige revolusjonene
1. Marked	Selskaper vil operere i markeder utsatt for nasjonal og internasjonal konkurranse. Selskapene kan benytte seg av den tredelte bunnlinje for å i større grad tilpasse seg de utfordringene som økt konkurranse i markedet kan føre med seg.
2. Verdier	Det vil skje en endring i menneskelige og sosiale verdier som gjør at selskapene bør ta i bruk den tredelte bunnlinje for å større grad møte samfunnets verdier.
3. Åpenhet	Det vil bli økt åpenhet i markedet hvor informasjonsflyten vil øke og interessenter får økt innflytelse i beslutningsprosesser.
4. Livssyklus teknologi	Teknologien kan utnyttes gjennom hele produktets livssyklus ved å redusere økonomiske, sosiale og miljømessige kostnadene.
5. Samarbeid	Det vil skje en endring i markedet hvor et samarbeid mellom markedsaktørene vil være viktig for at en bærekraftig utvikling skal finne sted.
6. Tid	Det vil skje et skifte fra et kortsiktig perspektiv i samfunnet til å vektlegge langsiktige virkninger. Et langsiktig tidsperspektiv må implementeres for at bærekraftig utvikling kan ivaretas.
7. Eierstyring og selskapsledelse	På bakgrunn av de seks foregående driverne, vil eierstyring og selskapsledelse bli enda mer viktig for at en bærekraftig utvikling kan finne sted.

(Elkington, 1997, 2004, s. 3, egen oversettelse)

Slik de bærekraftige revolusjonene viser står verden overfor en ny fase hvor samarbeid og tillit mellom samfunnsaktørene kan skape nye løsninger som bidrar til de globale bærekraftige utfordringer verden står overfor. Barry Nalebuff og Adam Brandenburger (1996) støtter opp under dette og fremlegger at både kunder, ansatte og konkurrenter kan utarbeide en form for allianse. Et slikt samarbeid kan oppnå fordeler ved at tjenester som utfyller hverandre kan bli mer lønnsomme. Elkington (1997) trekker også frem at samarbeid med internasjonale organisasjoner kan være lønnsomt. En studie utført på 150 selskaper fant at selskap som signerte et initiativ om energieffektivisering, førte til en forbedring på 20% i energiforbruket i perioden 1989-2000 (Elkington, 1997). Studien viser at samarbeid mellom foretak og organisasjon gjennom signering av initiativer er lønnsomt. I følge Reinchheld (1996) kan et samarbeid basert på tillit bidra til at begge parter bidrar til en bærekraftig utvikling. Ved å møte kundenes behov

og preferanser, vil det åpne opp muligheter for å tilby miljøvennlige produkter, som senere vil redusere risiko og kostnader (Elkington, 1997). I følge Elkington (1997), vil dette skape robusthet i foretaket og bygge tillit til samfunnet som kan skape konkurransefordeler og utarbeidelse av nye bærekraftige ideer (Elkington, 1997).

Større grad av skepsis i media og politiske reaksjoner er en forklaring på hvorfor det blir mer fokus på å overkomme disse utfordringene (Elkington, 1997). Dialog mellom samfunnsaktørene kan gi innsikt i hvilke verdier og behov som finnes i samfunnet. En utfordring er derimot at tillit ofte kommer i skyggen av et fokus på vekst, produktivitet og lønnsomhet i foretaket. I følge Reinchheld (1996) kan ignorering av tillit gå på bekostning av de fordelene vekst, produktivitet og lønnsomhet gir til selskapet fordi en feil tilnærming benyttes. Dessuten reduseres selskapets sannsynlighet for å bli bærekraftig og selskapet vil ikke kunne dra nytte av de konkurransefordelene bærekraft kan gi (Eccles et al. 2014; Reinchheld, 1996).

Fombrun et al. (2000) argumenterer også for at et fokus på samfunnsansvar vil bedre risikostyringen i selskapet. Et slikt fokus kan være tid- og kostnadskrevede, men vil være lønnsomt på lang sikt. Forfatterne bygger på to hovedargumenter hvor det første argumentet sier at et fokus på samfunnsansvar vil integrere selskapet i samfunnet og styrke båndet mellom selskapet og lokalsamfunnet. Det andre argumentet sier at et fokus på bærekraft vil skape positivt omdømme som vil gi muligheter for samarbeid med andre samfunnsaktører. I følge Fombrun et al. (2000), bidrar samfunnsansvar positivt til selskapets omdømme gjennom økt tillit mellom selskap og samfunn, samt en forbedret moralen hos de ansatte. Dessuten vil et fokus på samfunnsansvar tiltrekke potensielle ansatte og utvikle potensielle kunder.

### **Michael M. Porter og Mark R. Kramer**

Porter og Kramer (2011) har bidratt til økonomifagets litteratur i nyere tid og støtter opp under Brundtlandkommisjonen sin definisjon på bærekraft (World Commission on Environment and Development, 1987). Porter og Kramer (2011) argumenterer for at selskaper med fokus på samfunnsansvar vil føre til felles verdiskapning for både samfunn og selskap. Det skyldes et gjensidighetsforhold mellom samfunn og selskap hvor både sosiale og økonomiske behov definerer markedet. Fokus på samfunnsansvar bør nødvendigvis ikke være kostnadsdrivende for selskapet, men kan øke selskapets lønnsomhet dersom samfunnsansvar forankres i selskapets kjernekompetanse. I følge Porter og Kramer (2011) vil en felles verdiskapning finne sted ved rekonstruering av nye produkter og tjenester, omdefinering av produktiviteten i

verdikjeden og ved samarbeid. Videre argumenterer Porter og Kramer (2011) for at etterspørselen etter produkter og tjenester som tilfredsstiller sosiale behov vil øke. Derfor vil selskaper som har evnen til å utarbeide økonomiske fordeler gjennom sosial verdiskapning, få et konkurransefortrinn og bidra til vekst i den globale økonomien. Videre argumenterer Porter og Kramer (2011) for at et fokus på felles verdiskapning, fører til innovasjon og vekst i den globale økonomien. Det skyldes at felles verdiskapning åpner opp for nye behov, nye produkter, nye tjenester og nye markeder som selskapene kan dra nytte av (Porter og Kramer, 2011).

### **Andrew Crane et al.**

Porter og Kramer (2011) sitt syn på samfunnsansvar og felles verdiskapning blir også møtt med kritikk. Crane et al. (2014) kritiserer Porter og Kramer (2011) sitt syn på bærekraft og argumenterer for at verdiskapning er svært komplekst, spesielt i sammenheng med selskap og samfunn. For selskaper lokalisert ulike steder i verden eller som produserer et bredt spekter av produkter, kan det være svært utfordrende å balansere de tre hensynene samtidig. I følge Crane et al. (2014) vil felles verdiskapning derfor ikke alltid være like lett å oppnå. Videre beskriver Crane et al. (2014) Porter og Kramer som “naive” i deres tilnærming til bærekraft og sier at selskaper som produserer produkter som er skadelig for samfunnet, slik som tobakk, alkohol og våpen, heller ikke vil kunne balansere de tre hensynene samtidig. Til tross for at Crane et al. (2014) kritiserer Porter og Kramer sin tilnærming til bærekraft, er Crane et al. (2014) enig om at bærekraft bør integreres i næringslivet. I likhet med Brundtlandkommisjonen og Elkington, argumenterer også Crane et al. (2014) for at en balanse mellom økonomiske, sosiale og miljømessige hensyn må finne sted for at bærekraft skal integreres i næringslivet.

### **Rebecca Henderson**

Ifølge Henderson (2015) er integreringen av bærekraft i næringslivet viktig, men det kan være utfordrende på kort sikt. Bærekraft vil ikke være en god forretningsstrategi på kort sikt, da det kan kreve at næringslivet må ofre profitt for bærekraft. I tillegg kan det være vanskelig å predikere den bærekraftige utviklingen og hva som vil bli lønnsomt i fremtiden. Selskapet kan derfor risikere å utarbeide en strategi som ikke passer med den fremtidige utviklingen. Det kan komme pålegg fra kunder eller myndigheter i markedet som vil være så grunnleggende at nåværende forretningsstrategier kan bli truet. Forretningsstrategier må derfor være robuste og utarbeides med et fokus på fremtiden hvor ulike scenarioer tas i betraktning. På den måten vil selskapet lettere kunne tilpasse seg de endringer som kan foreligge over tid og dermed dra nytte av de endringer som kommer. Lite robuste forretningsstrategier vil ikke være lønnsomt for

næringslivet. I følge Henderson (2015) vil bærekraft lønne seg som en langsiktig forretningsstrategi, så lenge fremtidige scenarier tas i betraktning.

### **2.1.7 ESG**

Finansmarkedet er en viktig brikke i det grønne skiftet. Som en respons på jordklodens utfordringer, fokuserer finansmarkedet i større grad på miljø, samfunn og styresett (ESG). ESG blir integrert av finansforetakene gjennom utøvelse av ansvarlige investeringer.

ESG er tre faktorer som representerer miljø, samfunn og styresett og er en måte finansmarkedet kan integrere bærekraft på. ESG er ikke-finansielle faktorer som integreres i kapitalforvalterens beslutningstaking og strategier for ansvarlige investeringer. Hvordan ESG integreres avhenger av hva kapitalforvalterne vurderer som vesentlige risikofaktorer og integrasjonen av ESG tilpasses i stor grad sektor, bransje og selskap de analyserer og forvalter. ESG er et verktøy for å strategisk identifisere risikoer og muligheter knyttet til miljø, sosiale forhold og styresett, som ellers ikke vil bli fanget opp av tradisjonelle finansielle analyser (Amel-Zadeh og Serafeim, 2017; Norsif, 2017).

Det har vært en ekspansiv vekst i antall selskaper som integrerer ESG. Tidlig på 1990-tallet var det ca. 20 selskaper som integrerte ESG. I 2016 økte antall selskaper til ca. 9000 (Amel-Zadeh og Serafeim 2017). Kapitalforvalterens interesse for ESG har også økt raskt og kan forklares av undersøkelser som viser at integrering av ESG-faktorene kan gi økonomisk avkastning på lang sikt (Amel-Zadeh og Serafeim, 2017; Eccles et al., 2012; Eccles et al., 2014). Undersøkelser viser at kapitalforvaltere som integrerer ESG-faktorene i deres investeringsstrategi gjør det bedre i aksjemarkedet på lang sikt (Hartzmark og Sussman, 2017; Serafeim and Yoon, 2016). Dette støttes også av Amel-Zadeh og Serafeim (2017) som fant at 61% av kapitalforvaltere tror at ESG implementering har en moderat til signifikant positiv påvirkningen på den finansielle avkastningen. Tidligere studier viser også at et fokus på ESG i kapitalforvaltningen gjør at kapitalforvalteren i større grad kan predikere selskapets lønnsomhet (Hartzmark og Sussman, 2017; Khan, Serafeim og Yoon, 2016).

I tillegg til den finansielle lønnsomheten knyttet til ESG, viser også en undersøkelse at ca 80% av kapitalforvaltere integrer ESG-faktorer i kapitalforvaltningen på grunn av etterspørsel hos kunder (US Social Investment Forum, 2014). En undersøkelse viser også at media skaper en

respons på bærekraft i samfunnet og at media er en forklaring på at flere selskaper velger å integrere ESG i større grad (Brown og Deegan, 1998).

Tilgangen på ESG-informasjon har vært begrenset for kapitalforvalterne, men på bakgrunn av økt interesse for ansvarlige investering har flere aktører kommet på banen (Furuseth, 2015). Thomson Reuters, Morgan Stanley Capital International (MSCI), Bloomberg og Morningstar er fire av flere aktører som i dag innhenter, evaluerer og deler ESG-informasjon for å hjelpe kapitalforvaltere til å utøve ansvarlige investeringer (Amir Amel-Zadeh og Serafeim, 2017). Andre utfordringer knyttet til ESG er at det foreligger begrenset empirisk forskning på hvilke effekter miljø og samfunn har på selskapsverdien. En studie utført av Eccles, Krzus og Serafeim (2011) fant at forvaltere i størst grad fokuserer på miljø og eierstyring. Forklaringen på dette er at det foreligger større tilgang på data som viser at miljø og styresett har en positiv effekt på selskapsverdien (Eccles, Krzus og Serafeim, 2011).

### **Miljø (E)**

Et fokus på miljøfaktorene betyr at selskapene handler på en måte som reduserer det miljømessige fotavtrykket (Henderson, 2015). Eksempler på hvordan miljøfaktorene kan hensyntas er gjennom en miljøvennlig bruk av ressurser, tilbud av miljøvennlige produkter og et gjennomgående fokus på miljø i verdikjeden. Selskaper må ta hensyn til miljø på bakgrunn av de bærekraftige utfordringene jordkloden står overfor (Rockström et al., 2009; Sachs, 2015). Eksempler på miljøutfordringer kan være vannmangel, Co2-håndtering og overforbruk av ressurser. Dette er miljøutfordringer som samfunnet i større grad krever at selskapene hensyntar. Selskaper som ikke hensyntar miljørisikoen risikerer å gå glipp av konkurransemessige fortrinn og dermed redusere sin lønnsomhet. En integrering av miljøfaktorene, vil også gagne samfunnet som helhet (Henderson, 2015; Stern, 2008). I tillegg til selskapene, må også kapitalforvaltere i større grad hensynta miljø som en risikofaktor i forvaltningen. Derfor er det viktig at selskapene integrere miljø og rapporterer på faktoren slik at kapitalforvalteren får tilgang til den nødvendige informasjonen (Amir Amel-Zadeh, 2016).

### **Sosiale forhold (S)**

Sosiale forhold beskriver blant annet selskapets relasjoner til fagforening og samfunn, arbeidstakernes rettigheter og sikkerhet, samt ivaretagelse av menneskerettigheter (Norsif, 2017). Menneskerettigheter er universelle og grunnleggende rettigheter som alle har, men som likevel ikke blir respektert fullt ut. I 1948 vedtok FN Verdenserklæringen om

menneskerettigheter bestående av 30 artikler som defineres hva menneskerettigheter er med formål om å redusere antall menneskerettighetsbrudd (FN, 2018). United Nations Global Compact er et annet FN-initiativ bestående av 10 prinsipper hvor menneskerettigheter, arbeidskraft, miljø og antikorrupsjon er i fokus. Formålet med prinsippene er å integrere bærekraft og sosialt ansvar i næringslivet ved at selskapene følger og rapporterer på prinsippene. Fire av ti prinsipper beskriver hvordan bærekraft, samt sosialt ansvar tilfredsstilles gjennom et fokus på arbeidskraft i selskapet:

**Tabell 2:** Beskrivelse av United Nations Global Compact prinsipp 3-6

Prinsipp	Beskrivelse
3	Bedriften skal ivareta frihet til å danne foreninger og anerkjenne retten til kollektive forhandlinger.
4	Ingen form for tvungen arbeidskraft.
5	Ingen form for barnearbeid.
6	Ingen form for diskriminering med respekt til sysselsetting og yrke.

(United Nations Global Compact, 2011; United Nations Global Compact, 2018, egen oversettelse)

United Nations Global Compact har også utarbeidet rammeverket United Nations Guiding Principles of Business and Human Rights, som har blitt en global standard for å identifisere og unngå risiko knyttet til brudd på menneskerettigheter i næringslivet (United Nations Global Compact, 2011).

En studie utført av Baron (2008) viser at samfunnsansvarlige aktiviteter kan øke produktiviteten i selskapet fordi ansatte vil jobbe hardere og bedre i slike selskaper. I følge Besley og Ghatak (2007) vil også selskaper som fokuserer på sosiale forhold oppnå godt omdømme og dermed en høyere fortjeneste. Det imidlertid utfordringer knyttet til integrering av sosiale forhold i kapitalforvaltning. En forklaring på det er at sosiale forhold kan være vanskelig å kvantifiseres og dermed integrere i investeringsanalyser (Eccles, Krzus og Serafeim 2011).

### **Styresett (G)**

Styresett kan beskrive kvaliteten på selskapsstyringen og ansvarligheten som ligger til grunn i selskapet. Styresett handler blant annet om korrupsjon, eierstyring og selskapsledelse.

Sammenlignet med miljø og sosiale forhold, foreligger det større tilgang på dokumentasjon på at et godt styresett slår positivt ut på lønnsomheten og reduserer risikoen i selskaper (Dimson et al., 2013).

### **2.1.8 Ansvarlige investeringer**

Ansvarlige investeringer er en form for “Social Responsible Investments” (SRI) og defineres som en investeringsprosess designet for å integrere ikke-finansielle faktorer som miljø, samfunn og etikk i kapitalforvaltningen. Ansvarlige investeringer omhandler i hvilken grad kapitalforvalteren utøver samfunnsansvarlig investeringspraksis og vektlegger en høyest mulig avkastning på investeringene, samtidig som ikke-finansielle faktorer tas i betraktning (Døskeland og Pedersen, 2016). Wood og Hoff (2007) argumenterer for at kapitalforvalteren har både en finansiell og sosial rolle og at deres investeringer skal være et resultat av det. Formålet med ansvarlige investeringer er derfor at kapitalforvaltere skal bidra positivt til samfunnet og samtidig maksimere investeringens avkastning (Renneboog et al., 2008).

Siden 1990-tallet har ansvarlige investeringer hatt en rask vekst i store deler av verden. En studie utført av Dansif (2017) fant blant annet en økning på 25% i perioden 2015 til 2017 i kapitalforvaltere som tok hensyn til karbonutslipp i deres investeringsstrategi. Forklaringer på veksten i bruk av ansvarlige investeringer kan være internasjonal oppmerksomhet rundt oljeutslippet i Mexicogolfen i 2010, forårsaket av Oljeselskapet BP (Skjønberg, 2011). Et annet eksempel er den internasjonale oppmerksomheten rundt oljerørledningene “Dakota Access Pipeline” som kan føre med seg store miljødeleggelse og være til fare for lokalbefolkningen (Nordbø, 2018). Et tredje eksempel kan være foretaksskandalen «Panama Papers» hvor store mengder kapital ble plassert i skatteparadiset. Dette er eksempler som skapte et økt fokus på eierstyring, ansvarlighet og åpenhet i finansmarkedet (Nordbø, 2018). Ytterligere kan veksten i bruk av ansvarlige investeringer skyldes endringen i befolkningens interesse for ansvarlighet og deres villighet til å betale ekstra for produkter som er i tråd med deres personlige verdier (Nordbø, 2018).

En utfordring med ansvarlige investeringer er at det ikke har en entydig og definert betydning. Tidligere studier viser at kapitalforvaltere har ulik oppfatning av hva ansvarlige investeringer er og benytter det derfor med ulikt motiv (Landier og Nair, 2008). Betydningen av ansvarlige investeringer vektlegges ulikt blant aktører i markedet og endrer seg i takt med kunnskap, samfunn, økonomisk utvikling og prognoser (Norsif, 2015; Renneboog et al., 2008).



## Strategier for ansvarlige investeringer

Det finnes syv strategier for ansvarlige investeringer og blir beskrevet i tabell 3.

**Tabell 3:** Strategier for ansvarlige investeringer

Strategier for ansvarlige investeringer	Beskrivelse
Ekskludering	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Den vanligste strategien for ansvarlige investeringer.</li> <li>• Benyttes ofte i startfasen hvor det er lite kunnskap og erfaring i utøvelsen av ansvarlige investeringer.</li> <li>• Ekskludering på bakgrunn av kriterier som er basert på <i>produkt</i> eller <i>atferd</i> - kan oppsummeres i en eksklusjonsliste.</li> <li>• Eksempler på særskilte produkter som ekskluderes: tobakk, våpen og kull.</li> <li>• Eksempler på uetisk atferd som ekskluderes: brudd på menneskerettigheter, forurensning og korrupsjon.</li> <li>• Eksklusjonslistene tar ofte tatt utgangspunkt i Oljefondets eksklusjonsliste.</li> <li>• Selskaper som bryter med kriteriene holdes utenfor porteføljen.</li> </ul>
Positiv screening	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Kun investerer i selskaper som presterer best i en viss kategori eller sektor.</li> <li>• Vektlegger selskaper med gode ESG-resultater.</li> <li>• Eksempler på selskaper med gode ESG-resultater: selskaper med utmerkede ansvarlig forretningsdrift, selskaper som tilbyr bærekraftige produkter og tjenester eller selskaper som presterer bedre på bærekraft enn resten av bransjen.</li> <li>• Forventes å bli mer brukt i fremtiden.</li> </ul>
Påvirkning av markedsstandarder	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Bred og langsiktig tilnærming til ansvarlige investeringer.</li> <li>• Typisk å bruke når det foreligger svært god kunnskap og erfaring i utøvelsen av ansvarlige investeringer.</li> <li>• Basert på strengere industristandarder eller ESG-rapporteringskrav.</li> <li>• Eksempler på utøvelse: aktiv påvirkning av markedsstandarder eller deltagelse i internasjonale organisasjoner og initiativer som <u>Principles of Responsible Investments (PRI)</u> og Norsk forum for ansvarlige og bærekraftige investeringer (Norsif).</li> </ul>
Temabasert investering	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Temaer som er knyttet til utvikling av bærekraft.</li> <li>• Typisk å bruke når det foreligger kunnskap og erfaring i utøvelsen av ansvarlige investeringer.</li> <li>• Fokus på verdier som best <u>hensyntar bærekraftsutfordringer</u>.</li> <li>• Hovedsakelig et fokus på det finansielle.</li> <li>• Eksempler på dette kan være fornybar energi-fond eller grønne obligasjoner.</li> </ul>

Impact investing	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Sikte på å generere sosial og miljømessig effekter samtidig som økonomisk avkastning skapes.</li> <li>• Investeringer som bidrar til rimeligere boligpriser, bærekraftig produksjon eller økt fokus på flere kvinnelige toppledere.</li> <li>• Et annet eksempel kan være mikrofinans hvor fattige land får tilgang til grunnleggende finansielle tjenester.</li> </ul>
Aktivt eierskap	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Formålet er å ivareta eiernes rettigheter og aksjonærenes interesser.</li> <li>• Langsiktig tilnærming til ansvarlige investeringer.</li> <li>• Utnytter eierrettigheter for å påvirke atferden til selskapet.</li> <li>• Et alternativt til strategien ekskludering for ansvarlige investeringer.</li> <li>• Eksempler på utøvelse er stemmegivning under generalforsamlinger og komme med nye alternative forslag som kan forbedre selskapet.</li> <li>• Det er forventet at aktivt eierskap skal bli benyttet mer i fremtiden.</li> </ul>
ESG-integrasjon	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Langsiktig tilnærming til ansvarlige investeringer.</li> <li>• Integrering av ESG-faktorene i finansielle analyser.</li> <li>• Ivaretar miljø, sosiale forhold og styresett.</li> <li>• En systematisk anvendelse av ESG-data i investeringsbeslutninger og analyser.</li> <li>• Kan påvirke investeringenes verdier og resultater på lang sikt.</li> <li>• For eksempel: velge ut aksjer basert på ESG-faktorene eller diversifisering av porteføljen basert på ESG-faktorene.</li> </ul>

(Eurosif, 2014; Eurosif, 2016; Norsif, 2015)

Det har vært en endring i bruken av de ulike strategier for ansvarlige investeringer i kapitalforvaltning. Rapporter utarbeidet av Eurosif (2014, 2016), viser at ekskludering var den mest brukte strategien i perioden 2011-2015 og hadde en økning på ca 183% i perioden. I perioden 2011-2013 var ESG-integrasjon den andre mest brukte investeringsstrategien, men ble forbigått av normbasert-screening som i 2013-2015 var den andre mest brukte investeringsstrategien. Aktivt eierskap var den tredje mest brukte investeringsstrategien i hele perioden 2011-2015 og har hatt en økning på 142%. Impact investing var den strategien som økte mest, men brukt minst i perioden 2011 til 2015. Videre forventes det at positiv screening vil være den mest brukte investeringsstrategien etter 2015 og at ekskludering i mindre grad vil bli praktisert (Eurosif, 2014; Eurosif, 2016). Amel-Zadeh og Serafeim (2017) fant også at kapitalforvaltere har en formening om at aktivt eierskap og positiv screening vil bli de to viktigste strategiene innenfor ansvarlig investeringer de neste fem årene. Forklaringen på det er at det vil bli endringer i bedriftssektoren som gjør det enklere for kapitalforvalteren å identifisere ESG-informasjon hos selskapene. Dessuten vil større grad av standardisering, bedre tilgang til informasjon og muligheter for sammenligning gjøre det mer lønnsomt å utøve aktivt eierskap og positiv screening fremfor de andre strategiene (Amel-Zadeh og Serafeim, 2017).

Allerede er det observert en positiv trend i bruken av positiv screening i Europeiske land, spesielt Frankrike og Nederland (Eurosif, 2014; Eurosif, 2016).

### **2.1.9 Principles for Responsible Investments**

Principles for Responsible Investments (PRI) er et ledende internasjonalt initiativ som fokuserer på finansforetaks implementering og praktisering av bærekraft og samfunnsansvar. PRI oppfordrer kapitalforvaltere til å praktisere ansvarlige investeringer og argumenterer for at det vil gi økt avkastning og redusert risiko i investeringene. PRI er et viktig bidrag i arbeidet av et bærekraftig, finansielt system hvor finansforetak, finansmarkedet og samfunnet som helhet blir ivaretatt på kort og lang sikt (UNPRI, 2018).

PRI engasjerer seg i takt med den globale politikken og er støttet av FN. Initiativet samarbeid også tett med kapitalforvaltere verden over, samt initiativene United Nations Environment Programme Finance Initiative og United Nations Global Compact (UNPRI, 2018).

PRI har utarbeidet seks prinsipper for ansvarlige investeringer, hvor det enkelte prinsipp inneholder forslag til hvordan ESG kan integreres i kapitalforvaltningen. Formålet med prinsippene er å sette lys på kapitalforvalterens rolle og deres mulighet til å påvirke miljø, samfunn og styresett (ESG) i en bærekraftig retning i kapitalforvaltningen. PRI argumenterer for at ESG vil ha positiv påvirkning på den langsiktige avkastningen på porteføljen, men at påvirkningen kan variere på bakgrunn av land, sektor og type finansiell eiendel som kapitalforvalteren forvalter. PRI forplikter kapitalforvalteren til å implementere og følge opp prinsippene i deres arbeid på bakgrunn av deres plikt til å ivareta interessentenes ønsker og verdier. Prinsippene kommer i tillegg til selskapets egne etiske retningslinjer (Eurosif, 2014; UNEP FI, 2016; UNPRI, 2018). Vi har i tabell 4 tatt utgangspunkt i PRI sine seks prinsipper og oversatt disse til norsk.

**Tabell 4:** PRI-prinsipper

	Beskrivelse av PRI-prinsippene
Prinsipp 1	Vi skal innarbeide ESG-temaer i investeringsanalyser og beslutningsprosesser.
Prinsipp 2	Vi skal utøve aktivt eierskap og innarbeide ESG-temaer i vår eierskapsutøvelse.
Prinsipp 3	Vi skal søke tilfredsstillende rapportering av ESG-temaer fra våre investeringsselskaper.
Prinsipp 4	Vi skal promotere aksept og implementering av prinsippene i finansmarkedet.
Prinsipp 5	Vi skal samarbeide for å forbedre effektiviteten i implementeringen av prinsippene.
Prinsipp 6	Vi skal hver og en rapportere våre aktiviteter og progresjoner ved implementering av prinsippene.

(UNPRI, 2018, egen oversettelse)

Antall undertegnede av PRI prinsippene har vokst eksponentielt siden oppstarten i 2006. I perioden 1. april 2016 til 31. mars 2017 signerte 289 nye partnere PRI. PRI hadde i april 2017 over 1700 medlemmer fordelt utover verdens største pensjonsfond, forsikringsselskaper og kapitalforvaltere og det forventes en ytterligere økning i tiden fremover. I april 2017 utgjorde Europa 54% av alle undertegnede (UNPRI, 2017).

### 2.1.10 Oljefondet

Gjennom inntekter fra oljesektoren har Norge bygget opp et av verdens største offentlige fond. Oljefondet forvaltes av Norges Bank som tar beslutninger basert på retningslinjer gitt av Etikkrådet. Etikkrådet er oppnevnt av Finansdepartementet og har som ansvar å kontrollere oljefondets investeringer slik at de etiske retningslinjene overholdes (Norges Bank Investment Management, 2017, 2018).

Oljefondet er bredt investert i de fleste markeder i verden og var ved utgangen av 2017 investert i 9 146 selskaper. Fondet er investert i 72 forskjellige land hvorav 36% er land i Europa. Fondets totale markedsverdi var ved utgangen av 2017 på 8 488 milliarder kroner. Markedsverdien på aksjeverdiene utgjorde 5 653 milliarder kroner. Resterende verdi er rentepapirer og eiendomsinvesteringer (Norges Bank Investment Management, 2017).

Norges Bank sikter mot beste praksis i internasjonal kapitalforvaltning ved å ivareta miljømessige og sosiale hensyn innenfor sine områder. I følge Finansdepartementet (2008) er

en slik praksis viktig for fondets fremtidige vekst og det er derfor et stort fokus på å følge opp og evaluere de etiske retningslinjene som benyttes. Norges Bank er ledende internasjonalt i arbeidet med ansvarlige investeringer og har integrert ansvarlige investeringer som en del av forvaltningen (Finansdepartementet, 2008; Norges Bank Investment Management, 2017).

Oljefondet bygger på to etiske forpliktelser hvor det første sørger for at fondets eiere (befolkningen i dag og i fremtiden) får en god langsiktig avkastning, sett fra et evighetsperspektiv. Den andre forpliktelsen handler om å unngå investeringer som kan medføre at fondet direkte eller indirekte er medskyldig i grove eller etiske brudd. For å fremme de etiske forpliktelsene benytter Oljefondet strategier som aktivt eierskap og ekskludering i forvaltningen (Finansdepartementet, 2008). Formålet med aktivt eierskap er å ivareta eiernes rettigheter samtidig som selskapets styre sammenfaller med aksjonærenes interesser. Oljefondet stiller krav om åpenhet, styreform, struktur, samt et fokus på langsiktig bærekraft i selskapene det investeres i (Finansdepartementet, 2008). Finansdepartementet (2008) beskriver at aktivt eierskap har et konsekvensetisk formål hvor fondets langsiktige avkastning skal stå i fokus gjennom å fremme bærekraftig utvikling.

Formålet med ekskludering er å filtrere ut selskaper som bryter med de etiske forpliktelsene. Finansdepartementet (2008) begrunner ekskluderingen som en pliktetisk tilnærming. I 2015 ekskluderte oljefondet for eksempel kull fordi det blir sett på som galt og uetisk. Dette førte også til at flere norske finansforetak trakk ut sine kullinvesteringer. Oljefondet ekskluderer selskaper basert på atferd og produkter som bryter med etiske forpliktelsene. I tillegg ekskluderes selskaper som bryter med internasjonale standarder og initiativer, slik som FN (Norges Bank Investment Management, 2018). Eksempler på atferd og produkter som bryter med de etiske forpliktelsene oppsummeres i tabell 5.

**Tabell 5:** Oljefondet's ekskludering av selskaper

<b>Produktbasert ekskludering</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Produksjon av kull eller kullbasert energi.</li><li>• Produksjon av klasevåpen.</li><li>• Produksjon av kjernevåpen.</li><li>• Produksjon av tobakk.</li></ul>
<b>Atferdsbasert ekskludering</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Alvorlig miljøskade.</li><li>• Krenkelse av menneskerettigheter.</li><li>• Grov korrupsjon.</li><li>• Krenkelse av individers rettigheter i krig og konflikter.</li><li>• Andre grove brudd på grunnleggende etiske normer.</li></ul>

(Norges Bank Investment Management, 2018)

Oljefondet har også selskaper under observasjon som muligens vil bli ekskludert i fremtiden. En beslutning om ekskludering kan være utfordrende på bakgrunn av flere faktorer, hvor greenwashing kan være en av dem.

### **2.1.11 Greenwashing**

Greenwashing beskriver en situasjon hvor selskaper markedsfører seg selv som svært miljøbevisste, selv om det nødvendigvis ikke stemmer med virkelig praksis. Metodene som benyttes er typisk pressemeldinger i media om grønne prosjekter som reduserer selskapets karbonavtrykk og energiforbruk, markedsføring av bærekraftspolicyer og markedsføring av nye miljøvennlige produkter. Greenwashing kan også bety en overeksponering av grønne initiativer som selskapet har for at markedet skal oppfatte selskapet som grønt. Formålet med greenwashing er typisk fordeler som høyere selskapsverdi i aksjemarkedet og tilgang på flere kunder (Delmas og Burbano, 2011; Laufer, 2003).

Utfordringen med greenwashing er at samfunnet blir feilinformert (Delmas og Burbano, 2011). En konsekvens av det kan være at valget kunden tar kan ha en negativ effekt på miljøet. En konsekvens som dette, kan føre til at samfunnets tillit til selskapet blir svekket og at samfunnet blir skeptisk til praktisering av bærekraft i finansmarkedet. Dessuten vil selskaper som faktisk gjør det bra på bærekraft, men ikke bruker like mye tid på å fremstille seg selv som det, ikke bli belønnet i like stor grad (Kotler, 2011; Nyilasy et al., 2014). I følge Kotler (2011) kan en utfordring med dette være at selskaper i mindre grad vil benytte tid på å integrere bærekraft i

driften, samt mindre innovasjon og forskning på bærekraft i selskapet. Innovasjon og forskning er viktig for å forstå hvilke faktorer som hindrer eller sørger for at selskaper fokuserer på bærekraft (Kotler, 2011).

## **2.2 Finansteori**

I finansteori-delen vil vi først presentere det finansielle systemet, for så å forklare finansmarkedets og kapitalforvalterens rolle i finansmarkedet. Deretter introduserer vi teorier som fundamental analyse, atferdsøkonomi og effisiente markeder.

### **2.2.1 Det finansielle systemet**

Det finansielle systemet skal bidra til effektiv fordeling av ressurser, kapital og risiko, samt sikre økonomisk vekst. På den måten vil det være en finansiell stabilitet i finansmarkedet som beskytter økonomien og forbrukerne fra uforutsette finansielle situasjoner. Finansiell stabilitet er viktig for å sikre at tilliten mellom forbrukerne og det finansielle systemet opprettholdes. Prising av risiko er blant annet viktig for å allokere kapital riktig. Ved feil prising av risiko kan kapitalen allokere feil og dermed skape en finansiell ustabilitet i finansmarkedet. Andre eksempler er klimaendringer, teknologi og samfunnets reaksjon som kan representere en finansiell risiko og dermed påvirke den finansielle stabiliteten i finansmarkedet. Solide finansforetak, finansielle mellommenn, finansiell infrastruktur, institusjonelle rammeverk og velfungerende finansmarkeder er nødvendig for at funksjonene til det finansielle systemet skal bli ivaretatt (Finanstilsynet, 2016; Hubbard og O'Brien, 2012; Mishkin og Eakins, 2012).

### **2.2.2 Finansmarkedet**

Finansmarkedet er en nøkkelressurs for allokering av kapital hvor følgende faktorer står sentralt: finansielle eiendeler, finansforetak, sentralbanker og finansielle regulatorer. Eksempel på finansmarked kan være aksje- og obligasjonsmarked (Hubbard og O'Brien, 2012). Velfungerende finansmarkeder er viktig for å sikre økonomisk vekst, men også viktig for personlig rikdom, selskap- og kundeatferd og økonomiens konjunkturutvikling (Mishkin & Eakins, 2012). Finansmarkedet spiller en sentral rolle i det finansielle systemet og bidrar til risikoallokering, likviditet og informasjon (Bodie et al., 2009; Hubbard og O'Brien, 2012).

## **Risikoallokering**

Risiko er muligheten for at verdien til en finansiell eiendel endrer seg relativt til forventet verdi. Fordelen til det finansielle systemet er at denne risikoen kan fordeles. For eksempel kjøper du en aksje i dag for 200 kr er det en risiko for at den er verdt 100 kr eller 300 kr om et år, avhengig av lønnsomheten til selskapet. De fleste individer ønsker en stabil utvikling på kapitalen fremfor store svingninger. For å muliggjøre dette kan en diversifisert portefølje vært lurt. Det betyr at en nedgang i et marked ikke vil påvirke porteføljen like mye som den ville gjort dersom porteføljen var spesialisert på kun ett marked. Fordeling av kapital er kjent som diversifisering og muliggjør en fordeling av risiko (Bodie et al., 2009; Hubbard og O'Brien, 2012; Mishkin og Eakins, 2012).

## **Likviditet**

Likviditet beskriver strømmen av kapital og hvor lett en finansiell eiendel kan bli omgjort til penger. Finansmarkedet sørger for at finansielle eiendeler i større grad blir likvide ved at kapitalforvalteren kan enkelt selge sine aksjer. Aksjer som raskt og enkelt kan omsettes i markedet, uten stor påvirkning på aksjeprisen, er likvide. Likviditet beskriver effektivitet i finansmarkedet (Bodie et al., 2009; Hubbard og O'Brien, 2012).

## **Informasjon**

Finansmarkedet bidrar også med informasjon til det finansielle systemet. Det kan være innhenting og deling av informasjon, men også fakta om låntakere og forventet avkastning på en finansiell eiendel. Finansmarkedet gir informasjon til långivere og låntakere ved å sette en pris på aksjene og eventuelt andre verdipapirer de har. Dersom aksjeverdien til et selskap stiger kan kapitalforvalteren forvente at selskapets lønnsomhet vil bli høyere. Informasjonen kan være til nytte for långiveren ved at informasjonen kan brukes til å vurdere om en videre investering i selskapet bør gjøres. Informasjonen kan også være til nytte for låntakeren ved at de basert på endring i aksjekursen, kan vurdere om det lønner seg å selge flere aksjer eller obligasjoner til å for eksempel finansiere en utvidelse av selskapet. Integrering av tilgjengelig informasjon til prisen av de finansielle eiendelene er viktig for et velfungerende finansmarked (Bodie et al., 2009; Hubbard og O'Brien, 2012).



### **2.2.3 Direkte og indirekte finansiering**

Finansmarkedet muliggjør både direkte og indirekte finansiering. Direkte finansiering betyr at låntakere låner kapital direkte fra långivere og indirekte finansiering betyr at finansieringen skjer via finansielle mellommenn. Finansielle mellommenn er typisk bank, finansieringsselskap og forsikringsselskaper som står mellom långiveren og låntakeren. Direkte finansiering er typisk ved at långiveren plasserer kapital direkte i et selskap gjennom kjøp av aksjer. Ved indirekte finansiering er det typisk at långiveren plasserer penger i et fond som forvaltes av en finansiell mellommann. Indirekte finansiering er den vanligste formen for finansiering i finansmarkedet. Normalt utgjør långivere og låntakere henholdsvis privatpersoner og selskaper. Långivere blir også omtalt som sparere i den forstand at de har spart opp kapital som finansieres direkte i finansmarkedet gjennom plassering i selskaper som har behov for kapital. Selskapene som har behov for kapital blir derfor låntakere (Hubbard og O'Brien, 2012; Mishkin og Eakins, 2012).

### **2.2.4 Finansielle eiendeler**

En finansiell eiendel kan være penger, aksjer og obligasjoner som representerer en verdi. Som eier av en finansiell eiendel har du rett på å få utbetalt disse verdiene. Enkelt forklart har du som privatperson rett på at banken betaler ut dine penger til den verdien som står på kontoen. Penger på konto er ikke verdipapirer og blir derfor ikke omsatt direkte i finansmarkedet. Verdipapirer som aksjer og obligasjoner derimot, er omsettelige og kan kjøpes og selges i finansmarkedet (Bodie et al., 2009; Hubbard og O'Brien, 2012).

### **2.2.5 Finansforetak**

I henhold til finansforetaksloven §1-3 er et finansforetak et foretak som driver virksomhet som bank, forsikring, finansiering, pensjon og kreditt (Finansforetaksloven, 2015, §1-3).

Kommersielle banker er den viktigste formen for finansforetak i finansmarkedet. Bankene spiller en viktig nøkkelrolle i det finansielle systemet ved at innskudd fra privatpersoner og selskaper benyttes til videre investering som utbetaling av lån (forbrukslån, selskapslån, boliglån) eller til kjøp av finansielle eiendeler (Bodie et al., 2009). På den måten opptrer banken som en finansiell mellommann. Tjenesten blir etterspurt fordi blant annet privatpersoner ikke har kapasitet til å effektivt samle inn informasjon, diversifisere og overvåke selskaper. Bankene selger derfor sine verdipapirer til privatpersonen som ønsker en fornuftig plassering av kapital

og investerer dermed kapitalen på vegne av dem (Bodie et al., 2009; Hubbard og O'Brian, 2012).

### **2.2.6 Kapitalforvalteren**

En kapitalforvalter kan være en person eller en organisasjon som forvalter kapital på vegne på kunder (långivere). Eksempel på en kapitalforvalter er porteføljeforvalter, aksjemegler og investor som tilhører et finansforetak. Kapitalforvalteren har ansvaret for oppgaver som kjøp og salg av selskaper, porteføljeovervåking, oppgjør av transaksjoner, resultatmålinger og rapportering. Kapitalforvalteren forvalter finansielle eiendeler som aksjer og obligasjoner avhengig av ansvarsområdet forvalteren har. Hvordan de finansielle eiendelene forvaltes avhenger blant annet av kapitalforvalterens risikoprofil, tidshorisont, formålet med forvaltningen og rentenivå (Bodie et al., 2009).

### **2.2.7 Aktiv og passiv forvaltning**

En kapitalforvalter kan forvalte finansielle eiendeler på to måter: aktiv forvaltning og passiv forvaltning. Hvilken forvaltningsmetode som velges avhenger av kostnaden forvalteren er villig å betale og formålet med forvaltningen (Bodie et al., 2009).

#### **Aktiv forvaltning**

Aktiv forvaltning er en investeringsstrategi der kapitalforvalteren foretar investeringer med utgangspunkt i et mål om å slå referanseindeksen. Formålet kan være å identifisere finansielle eiendeler som er feilpriset eller tilpasse et fond i henhold til retningslinjer forvalteren må følge. Et eksempel på sistnevnte kan være en forvalter av etiske fond med plikt til å følge retningslinjer om etisk forvaltning. Kostnader som påløper ved aktiv forvaltning kan være knyttet til identifisering av gode investeringsmuligheter og må tas i betraktning ved beregning av forventet avkastning på den finansielle eiendelen. Hvor viktig disse kostnadene er kan avhenge av dårlige og gode tider i aksjemarkedet. Ved dårlige tider i aksjemarkedet kan det være lite avkastning å hente og kapitalforvalteren vil forsøke å minimere kostnadene som ved å praktisere aktiv forvaltning i mindre grad (Bodie et al., 2009).

#### **Passiv forvaltning**

Passiv forvaltning er en investeringsstrategi der kapitalforvalteren ikke har et mål om å slå referanseindeksen, men å følge den. Forvaltningstypen er i større grad standardisert, datastyrt og basert på kvantifiserbar informasjon, sammenlignet med aktiv forvaltning. Passiv

forvaltning er også mindre kostnadskrevende enn aktiv forvaltning. Indeksforvaltning er en form for passiv forvaltning og er et representativt utvalg av finansielle eiendeler som skal etterligne utviklingen i et marked, en sektor og lignende. Kapitalforvalteren forsøker å replikere en indeks ved at fondet består litt av alle selskaper på en børs. Norske indeksfond vil følge utviklingen til hovedindeksen på Oslo Børs (OSEBX) og gi en nokså lik avkastning fratrukket kostnadene knyttet til forvaltningen. Kapitalforvalteren vil få en godt diversifisert fond med relativt lave kostnader.

### **2.2.8 Fundamental analyse**

Fundamental analyse benyttes ofte av kapitalforvaltere i aktivt forvaltede fond og dreier seg om å analysere selskap med hensikt å finne den underliggende verdien på selskapets aksjer. Fundamental analyse benyttes med et formål om økt forståelse for om aksjeprisen er overpriset eller underpriset i dag ved å gjennomgå selskapets fundamentale forutsetninger. Risiko og forventet avkastning er to viktige momenter ved forvaltning av kapital og har innvirkning på den verdien kapitalforvalteren tilordner selskapets aksjer. Hvilke selskaper som inngår i porteføljen avhenger av verdien som kapitalforvalteren tilordner selskapene (Bodie et al., 2009).

#### **Systematisk- og usystematisk risiko**

Risikofaktorer kan ha en innvirkning på aksjeverdien og må derfor prises inn i en fundamental analyse (Bodie et al., 2009). Systematisk risiko er risiko knyttet til markedet og kan blant annet være endring i rente, valuta og inflasjon. Dette er risikofaktorer som ikke kan diversifiseres da de er makroøkonomiske faktorer som i liten grad kan predikeres eller påvirkes. Usystematisk risiko er risiko knyttet direkte til selskapet forretning eller finansielle situasjon, slik som styresett, omdømme eller finansiell utvikling. I motsetning til systematisk risiko, kan usystematisk risiko bli diversifisert vekk. Ved å diversifisere vekk usystematisk risiko vil sannsynligheten for svingninger i porteføljen bli mindre for en kapitalforvalter. En begrenset mengde utvalg av selskaper vil derfor gjøre det vanskeligere for en kapitalforvalter å diversifisere bort usystematisk risiko (Bodie et al., 2009).

#### **Den fundamentale verdsettelsen**

Den fundamentale verdsettelsen utføres først ved bruk av en strategisk analyse av selskapet hvor selskapets strategiske prestasjon, posisjon og risiko analyseres. Interne og eksterne faktorer som kan ha innvirkning på selskapets verdi vurderes også. Deretter følger en

regnskapsanalyse hvor blant annet selskapets årsrapporter og kvartalsrapporter blir samlet inn og nøkkeltall blir analysert. Videre predikeres selskapets fremtidige utvikling og det kalkuleres så et avkastningskrav. Avkastningskravet reflekterer den avkastningen kapitalforvalteren kan få ved å plassere samme kapital et annet sted med samme risiko som denne investeringen. Til slutt utføres den fundamentale verdsettelsen hvor aksjen blir tilordnet en nåverdi, som er den underliggende verdien av aksjen. Er aksjekursen høyere enn nåverdien, vurderes aksjen som overpriset i markedet. Er aksjekursen lavere enn nåverdien, vurderes aksjen som underpriset i markedet (Bodie et al., 2009).

Den fundamentale verdsettelsen er fremtidsrettet og nåverdien til aksjen avhenger av kapitalforvalteren sine forventninger til selskapet og hvilke forutsetninger som legges til grunn. Det kan derfor foreligge uenighet blant kapitalforvalterne om en aksje er overpriset eller underpriset. Forventningen om hvordan aksjemarkedet vil endre seg, baseres i stor grad på kapitalforvalterens subjektive vurderinger. Et eksempel på det er hvordan kapitalforvaltere oppfatter miljørisikoen og innvirkningen det har på den fremtidige aksjeprisen. I tillegg avhenger den fundamentale verdsettelsen av kapitalforvalteren sin tilgang på informasjon, investeringsstrategi, samt psykologisk faktorer (Bodie et al., 2009).

### **2.2.9 Prissetting i mikroøkonomisk teori**

Prissetting i mikroøkonomisk teori blir beskrevet ved hjelp av en klassisk markedsmodell. Modellen er en lineær fremstilling av tilbud og etterspørsel og beskriver den enkelte markedsaktør sin tilpasning til markedet. Mikroøkonomisk teori beskriver blant annet at etterspørselen etter et gode er fallende med prisen. Etterspørselen etter en aksje blir derfor mindre når prisen på aksjen øker (Riis og Moen, 2017; Shefrin, 2008).

Markedsmodellen bygger på forutsetningene om at aktørene i markedet er nyttemaksimerende og profittmaksimerende. Modellen forutsetter også at godene som omsettes er homogene og omsettes i et fritt konkurransemarked hvor alle aktørene er fullt informert og det påløper ingen kostnader i forbindelse med kjøp og salg (Riis og Moen, 2017; Shefrin, 2008). Den klassiske markedsmodellen bygger på forutsetninger som står i strid med aksjemarkedet. En aksje er et heterogent gode som omsettes i et marked med variasjon i informasjonstilgang hos markedsaktørene og det oppstår kostnader ved kjøp og salg. Prisutviklingen på en aksje kan derfor ikke kun forklares med utgangspunkt i den klassiske markedsmodellen, men også fundamentale forhold som kan påvirke tilbud- og etterspørselssiden bør drøftes. Eksempler på

fundamentale forhold er selskapets inntjening, vekst, produkter, ledelse, innovasjon, råvarepriser og kostnadsnivå (Riis og Moen, 2017; Shefrin, 2008).

Utvikling i verdensøkonomien, psykologiske faktorer og nyheter om selskapet kan også påvirke aksjeprisen. Eksempel på en nyhet kan være endring i driften hos selskapet. En slik nyhet kan slå inn på en aksjepris før selskapet har opptjent verdien og kan skyldes at markedet forventer at selskapet vil gjøre det bra i fremtiden på bakgrunn av endringer som er gjort i selskapet. Viser det seg at selskapet gjør det bedre enn forventet i markedet, så kan aksjeprisen stige ytterligere. Har selskapet gjort det dårligere enn forventet, så kan aksjeprisen synke. Dette viser at høye forventninger på selskapet vil bli priset inn i selskapet på kort sikt, men at selskapet må gjøre det enda bedre enn det forventningene tilsier dersom aksjeprisen skal stige ytterligere (Riis og Moen, 2017; Shefrin, 2008).

I strid med den klassiske markedsmodellen, vil ikke en høyere pris alltid føre til lavere etterspørsel etter aksjen. Viser det seg at etterspørselen etter aksjen går opp, til tross for en prisøkning på aksjen, kan det indikere at kjøperne er mer aggressive enn selgerne i markedet. Det er også viktig å huske på at en aksje som koster mindre enn en annen aksje nødvendigvis ikke er billigere. Selskapsverdien tilsvarer antall aksjer i markedet ganget med aksjekursen. Det betyr at en lav aksjekurs enten kan skyldes at det er utstedt flere aksjer eller at selskapet er mindre og derfor har en lavere totalverdi (f og Moen, 2017; Shefrin, 2008).

Den klassiske markedsmodellen gir en forenklet forklaring på hva som driver aksjeprisen i markedet. Tilbud og etterspørsel er grunnleggende faktorer i aksjemarkedet, men aksjeprisene påvirkes også av andre fundamentale forhold som er nødvendige å se på for å forklare aksjeprisen. En forklaring på det er at aksjemarkedet er en del av et komplekst finansielt system bestående av ulike aktører som foretar økonomiske beslutninger.

### **2.2.10 Effisiente markeder**

Tidlig på 1950-tallet dokumenterte Maurice Kendall at det foreligger uavhengighet i aksjeprisutviklingen. Med det mente Kendall at det ikke er mulig å predikere utviklingen i aksjeprisen og at aksjeprisen endrer seg tilfeldig. Kendall fikk støtte av flere aktører i finansmarkedet og det ble videre foreslått at en slik tilfeldig prisendring indikerer et velfungerende aksjemarked. Dette ble så utgangspunktet for at Eugene Fama i 1970 utarbeidet hypotesen om effisiente markeder (Bodie et al., 2009; Shleifer, 2000).

Hypotesen om effisiente markeder sier at aksjeprisen reflekterer all tilgjengelig informasjon i markedet. Det betyr at aksjen alltid vil være korrekt priset med utgangspunkt i den tilgjengelige informasjonen som finnes. Dermed vil morgendagens prisendring kun gjenspeile morgendagens nyheter og være uavhengig av prisendringene i dag (Bodie et al., 2009). I følge hypotesen vil derfor privatpersoner med lite kunnskap om finansmarkedet oppnå nøyaktig den samme avkastningen som en kapitalforvalter med mye erfaring. Hypotesen støtter derfor opp under passiv forvaltning og mener at aktiv forvaltning ikke vil være lønnsomt å benytte (Malkiel, 2003).

### **Forutsetninger i effisiente markeder**

Hypotesen om effisiente markeder bygger på tre forutsetninger. Den første forutsetning sier at kapitalforvalteren alltid er rasjonell og tar beslutninger basert på forventet nytte. Den andre forutsetningen sier at i den grad kapitalforvalteren er irrasjonell vil kjøp og salg av aksjer være tilfeldig og dermed ikke ha påvirkning på aksjeprisen. Den tredje forutsetningen sier at dersom kapitalforvalteren er irrasjonelle vil det alltid være rasjonelle kapitalforvaltere i markedet som utnytter arbitrasjemulighetene som oppstår. Hypotesen sier med det at kun ny informasjon har innvirkning på aksjeprisutviklingen og at det ikke lønner seg å bruke tid og kostnad på analyser for å predikere prisutviklingen til en aksje, slik som ved aktiv forvaltning (Bodie et al., 2009; Malkiel, 2003; Shleifer, 2000).

### **Tre former for effisiens**

Eugene Fama (1970) skiller mellom tre former for effisiens i finansmarkedet. Svak effisiens betyr at historisk informasjon er reflektert i dagens aksjepris. Semi-sterk effisiens betyr at både historisk informasjon og informasjon tilgjengelig i dag er reflektert i dagens aksjepris. Sterk effisiens er den siste og mest ekstreme formen for effisiens og betyr at all informasjon inkludert innsideinformasjon er reflektert i dagens aksjepris (Bodie et al., 2009; Fama, 1970). Det betyr at det kun er kapitalforvaltere med unik tilgang til informasjon som vil få en fordel av å utføre en fundamental analyse med formål å predikere prisutviklingen.

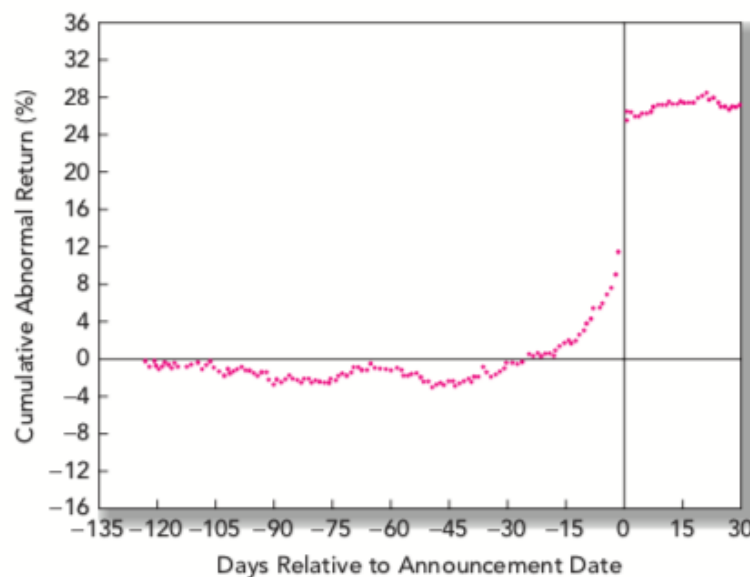
#### **2.2.11 Kritikk til hypotesen om effisiente markeder**

Hypotesen om effisiente markeder har blitt møtt med kritikk av finansmarkedet i nyere tid. Den største kritikken omhandler forutsetningen om at kapitalforvalteren alltid er rasjonell. Kapitalforvalteren påvirkes av både relevant og irrelevant informasjon og følger råd og anbefalinger gitt i finansmarkedet som kan være til både fordel og ulempe for

kapitalforvalteren. Kapitalforvalteren kan være irrasjonelle og dermed diversifisere porteføljen feil, selge lønnsomme aksjer eller beholde ulønnsomme aksjer i porteføljen. I tillegg benyttes aktiv forvaltning i kapitalforvaltningen, noe som står i strid med effisiente markeder. Kapitalforvalteren vil heller ikke alltid se på den totale nytten av en investering, men også vurdere gevinster og tap som kan oppstå underveis i forvaltningen (Bodie et al., 2009).

En undersøkelse utført av Keown og Pinkerton (1981) viser at aksjemarkedet til tider kan være effisient, men at det ikke alltid er tilfelle. Dersom aksjeprisen er mulig å forutse vil kapitalforvalteren kjøpe aksjer som forventes å øke i verdi og selge aksjer som forventes å synke i verdi. Når det foreligger informasjon i markedet som predikerer at en aksje er underpriset vil kapitalforvaltere «flokke» seg rundt aksjen og kjøpe den i håp om avkastning. En slik atferd vil føre til økt etterspørsel av samme aksje og dermed presse aksjeprisen opp (Bodie et al., 2009).

**Figur 3:** Markedsinformasjon sin påvirkning på aksjepris



(Bodie et al., 2009, s. 346)

Figur 3 viser hvordan markedet aksjeprisene påvirkes av ny informasjon i markedet. Figuren har tatt utgangspunkt i 194 selskaper som har blitt kjøpt opp. På den ene siden, viser figuren et drastisk hopp i aksjeprisen på det tidspunktet hvor oppkjøpet ble annonsert i markedet, altså tidspunkt 0. Det viser at markedet er svært effisient i den forstand at aksjekursen reflekterer informasjon umiddelbart. På en annen side, fant studien at markeder bestående av mindre

utviklede land og små selskaper hvor krav til regnskapsopplysninger er mindre strenge vil i mindre grad være effisiente (Bodie et al., 2009; Shleifer, 2000).

Grossman og Stiglitz (1980) mener at dersom kapitalforvalteren er villig til å bruke tid og penger på å samle inn informasjon, er det sannsynlighet for å finne informasjon som er oversett av andre kapitalforvaltere i markedet. Det argumenteres for at kapitalforvalteren har insentiv til å bruke tid og penger på innsamling og analyse av informasjon dersom det gir en høyere avkastning. I følge Grossman og Stiglitz (1980) vil det føre til et tilnærmet effisient aksjemarked som vil ganne kapitalforvalterens avkastning.

### **2.2.12 Atferdsøkonomi**

Atferdsøkonomi er en vitenskap som forklarer hvordan og hvorfor individer foretar økonomiske beslutninger i praksis. Atferdsøkonomien stiller seg kritisk til det teoretiske og empiriske grunnlaget som hypotesen om effisiente markeder bygger på og kritiserer hvordan klassisk finansteori ignorerer at individer er ulike (Bodie et al., 2009; Shleifer, 2000).

Atferdsøkonomien kritiserer hypotesen om effisiente markeder og argumenterer for at kapitalforvalteren ikke alltid bearbeider informasjon riktig og dermed kan feilberegne forventet avkastning. Dessuten kan kapitalforvalteren gjøre irrasjonelle valg som ikke gagnar avkastningen eller ta valg på bakgrunn av andre faktorer enn avkastning på kort sikt. Kapitalforvalteren kan også ha andre motiver for forvaltningen enn å maksimere egen nytte, samt ha preferanser som avhenger av sosial identitet og kontekst (Ekström, 2017). Oppsummert argumenterer atferdsøkonomien for at kapitalforvaltere er ulike, de tar valg basert på ulike faktorer, har ulik tilgang til informasjon og tolker informasjonen ulikt. Typisk er dette i en fundamental analyse hvor kapitalforvalteren tilordner verdi til en aksje med utgangspunkt i subjektive vurderinger (Bodie et al., 2009; Ekström, 2017).

### **2.2.13 Prospektteorien**

Atferdsøkonomien skiller seg fra klassisk finansteori, spesielt når det kommer til menneskets rasjonalitet. Det er nettopp derfor prospektteorien har blitt så viktig. Prospektteorien ble utviklet av Kahneman og Tversky (1979) og sier at mennesker ikke bare gjør valg basert på en kalkulert nytte, men også blir påvirket av emosjonelle følelser rundt gevinst og tap. Et eksempel på dette kan være når kapitalforvalteren velger å fokusere på ansvarlighet i forvaltningen til tross for at forventet avkastning på kort sikt er lavere enn referanseindeksen. Dot com-boblen i perioden



1995-2001 er et annet eksempel som viser at kapitalforvalteren ikke alltid tar rasjonelle beslutninger. Basert på markedsutviklingen og historisk data forventet markedet en sterk vekst i IT-markedet og priset derfor IT-selskapene høyt. To av problemene med det var at aksjeprisene steg svært raskt og IT-utviklingen tok lengre tid enn forventet. Feiltolking av informasjon og selvsikkerhet hos kapitalforvalterne gjorde at aksjeprisene falt dramatisk på kort tid og mange tapte stort på investeringene (Bodie et al., 2009).

Hvordan kapitalforvalteren håndterer og tolker informasjon kan ha innvirkning på hvordan kapitalforvalteren vektlegger mulig tap, gevinst og total nytte en investering vil gi. I følge Bodie et al. (2009) gjør kapitalforvalteren irrasjonelle valg som kan skyldes hovedsakelig fire forklaringer:

1. Kapitalforvalteren gjør prognosefeil
2. Kapitalforvalteren er for selvsikker i sine valg
3. Kapitalforvalteren er for konservative
4. Kapitalforvalteren tar for lite hensyn til utvalg og representativitet.

Risiko- og tapsaversjon er også viktige forklaringer på kapitalforvalterens atferd (Bodie et al., 2009).

### **2.2.14 Risikoaversjon**

Risikoaversjon betyr motvilje til å ta risiko eller en preferanse for å minimere risikoen så mye som mulig. En risikoavers person velger en lavere sikker inntekt fremfor en høyere inntekt som har mindre sannsynlighet for å inntreffe. I følge finanst teori vil høy risiko gi en høyere forventet avkastning. I virkeligheten viser det seg at kapitalforvaltere ønsker en lavest mulig risiko og høyest mulig avkastning. Forvalteren må derfor velge den risikoen og forventet avkastning som gir høyest nytte, altså lavest mulig risiko og høyest mulig forventet avkastning (Bodie et al., 2009).

### **2.2.15 Tapsaversjon**

Tapsaversjon beskriver hvordan mennesker vurderer usikkerhet opp mot et referansepunkt og vektlegger tap fremfor gevinst med utgangspunkt i referansepunktet. Et eksempel på det er at mennesker foretrekker å garantert tjene 100 kr fremfor 50% sannsynlighet for å vinne 200 kr. Har man 200 kr til å spille for i et lotteri foretrekker vi 50% sannsynlighet for å beholde summen fremfor å gi 100 kr med sikkerhet. Et annet eksempel kan knyttes til aksjemarkedet hvor det

viser seg av aksjeeiere synes det er vanskeligere å realisere tap selv når sannsynligheten for at aksjekursen går opp er liten. Så lenge det foreligger en mulighet for at aksjekursen kan gå opp vil aksjeeieren beholde aksjen fremfor å akseptere et mindre tap. Verdien vil være det samme uavhengig av hvilket valg som tas, men viser hvordan mennesker vektlegger sannsynligheter og blir påvirket av tap og gevinst i form av tapsaversjon (Bodie et al., 2009). Kapitalforvaltere som er klar over fallgruver som kan oppstå ved informasjonshåndtering og ved beslutningstaking har i større grad mulighet til å unngå risiko som kan oppstå (Bodie et al., 2009).

### **2.3 Oppsummering teoretisk rammeverk**

Formålet med å presentere det teoretiske rammeverket ovenfor er å undersøke om bærekraft og finans er forenelig. Vi har en forventning om at det vil være mangel på informasjon og subjektivitet i tolkningen av informasjon, noe som kan gjøre det utfordrende å forene de to hensynene. Dette kan derfor skape en variasjon i hvordan bærekraft og finansmarkedet forenes i kapitalforvaltningen.

**Tabell 6:** Kobling av teori og forskningsspørsmålene

<b>Forskningsspørsmål</b>	<b>Bærekraftsprinsipper</b>	<b>Finansteori</b>	<b>Økonomifagets litteratur på bærekraft</b>
<b>Del 1: Drivere for ansvarlige investeringer</b>	FNs bærekraftsmål og Parisavtalen Strategier for ansvarlige investeringer PRI Oljefondet	Det finansielle systemet Finansmarkedet Fundamental analyse Risikoaversjon	Elkington (1997) Porter & Kramer (2011)
<b>Del 2: Utøvelsen av ansvarlige investeringer</b>	Strategier for ansvarlig investeringer		Brundtlandkommisjonen (1987) Elkington (1997) Porter og Kramer (2011) Rebecca Henderson (2015)
<b>Del 3: Variasjon i utøvelsen av ansvarlige investeringer</b>	ESG-integrasjon	Aktiv og passiv forvaltning Effisiente markeder Atferdsøkonomien Prospektteorien Tapsaversjon	
<b>Del 4: Konsekvenser ved utøvelsen av ansvarlige investeringer</b>	Oljefondet Greenwashing	Fundamental analyse Mikroøkonomisk teori	Friedman (1970) Elkington (1997) Fombrun (2000) Porter & Kramer (2011) Crane et al. (2014)

I tabell 6 har vi koblet teori og økonomifagets litteratur til hver av de fire forskningsspørsmålene. Teorien som er benyttet er relevante og bidrar til å svare på spørsmålene i studiens analysedel (kapittel 5). Litteraturen som anvendes på dette feltet er preget av offentlige rapporter og i mindre grad av akademisk litteratur.

Akademisk litteratur som direkte kan relateres til denne oppgaven er blant annet Amel-Zadeh og Serafeim (2017) og Norsif (2017). Dette er studier som i likhet med vår studie, kartlegger hvordan og hvorfor ESG integreres i kapitalforvaltningen. Ulikt fra vår studie, undersøker Amel-Zadeh og Serafeim (2017) og Norsif (2017) i liten grad hvordan bærekraft og finans forenes, samt konsekvenser og variasjoner som ansvarlige investeringer fører med seg. Amel-Zadeh og Serafeim (2017) undersøker ikke norske kapitalforvaltere, men ser på utøvelsen i flere globale finansforetak. I likhet med vår studie tar Norsif (2017) utgangspunkt i norske

kapitalforvaltere. På en annen side, tar Norsif (2017) utgangspunkt i flere ulike sektorer og skiller mellom sektorene i presentasjonen av deres funn.

Det vi ser er at den akademiske litteraturen som foreligger, hovedsakelig ser på de finansielle effektene av ESG. Eksempler på slik litteratur er Khan, Serafeim and Yoon (2016) som fant at kapitalforvaltere som implementerer ESG screening i deres investeringsstrategi gjør det bedre i aksjemarkedet på lang sikt. Eccles et al. (2014) ser også på lønnsomheten ved å integrere ESG og viser blant annet at selskaper som integrerer ESG utkonkurrerer konkurrenter på lang sikt. Verheyden (2016) undersøker også hvilken effekt ESG har på kapitalforvalterens prestasjon i forvaltningen, samt ser på viktigheten av å ha tilgang til relevant ESG-informasjon for å prestere bra i forvaltningen. Videre ser den akademiske litteraturen på atferd, egenskaper og villighet til å implementere ESG (Przychodzen et al., 2016). Eccles et al. (2012) understreker også viktigheten knyttet til standardisering av ESG og argumenterer for at rapporteringskrav burde tilpasses den enkelte sektor. Den akademiske litteraturen befinner seg i skjæringspunktet til vår studie.

Hvert av de fire forskningsspørsmålene besvares ved bruk av ulike teorier, samt økonomifagets litteratur. Det er derfor ikke et gitt rammeverk for å besvare hvert enkelt forskningsspørsmål. En forklaring på det kan være at det er høy vekst og korte tradisjoner på å forene bærekraft og finans. Allikevel har vi klart å koble både Bærekraftsteori og finansteori til å svare på forskningsspørsmålene 1, 3 og 4. Forskningsspørsmål 2 besvares hovedsakelig ved bruk av bærekraftsteorien og økonomifagets litteratur. I alle forskningsspørsmålene integrerer kapitalforvalteren bærekraft i kapitalforvaltningen.

Ovenfor har vi lagt frem sentrale teorier på bærekraft og finans som er relevante for studiens problemstilling. Videre i kapittel 3 presenterer vi studiens metodiske tilnærming hvor vi beskriver hvordan empirien er samlet inn og bearbeidet.

### **3.0 Metode**

Formålet med dette kapittelet er å gi en beskrivelse av metoden som benyttes for å svare på oppgavens forskningsspørsmål. Først blir det gitt en beskrivelse av den overordnede forskningsprosessen. Videre presenteres forskningsmetoden som anvendes med beskrivelse av metodologiske alternativer og begrunnelse for valg. Deretter presenteres metoder for datainnsamling, samt utvelgelse og tilgang til respondenter. Til slutt presenteres forskningsarena, utførelse av intervju og studiens forskningskvalitet.

### **3.1 Forskningsprosessen**

I dette avsnittet blir det gjort en beskrivelse av hovedelementene i forskningsprosessen. Første del av prosessen tar for seg en gjennomgang av litteraturen for å få oversikt over eksisterende teori på studiens tema. I tillegg til idemyldring og en interesse for tema, kom vi frem til studiens forskningstematikk. Forskningstematikken omhandler ansvarlige investeringer, eller mer spesifikt hvordan kapitalforvaltere utøver ansvarlige investeringer. Bærekraft er et vidt begrep og vi ser det derfor nødvendig å avgrense tematikken for å i større grad være i stand til å svare innenfor rammene av prosjektet. Forskningstematikken danner grunnlaget for oppgavens problemstilling og forskningsspørsmål. Neste steg i forskningsprosessen tar for seg definering av forskningsmetode. Vi velger å benytte kvalitativ forskningsmetode i form av semistrukturert intervju. Siste del av forskningsprosessen tar for seg innsamling, bearbeidelse og analyse av data ved hjelp av notater som ble tatt underveis i intervjuet.

Forskningsprosessen er tidkrevende og krever systematisk arbeid før, underveis og etter at forskningen har funnet sted. På bakgrunn av en kvalitativ forskningsmetode ble det gjort endringer underveis som konkretisering og spesifisering av forskningsspørsmål og innsamling av mer data. Dette var nødvendig for å bedre koble teori og empiri i studiens analysedel og dermed styrke studiens resultater og konklusjon.

### **3.2 Kvantitativ og kvalitativ forskningsmetode**

Det finnes to former for forskningsstrategi med formål for datainnsamling og analyse: kvantitativ metode og kvalitativ metode. Hvilke av metodene som benyttes, avhenger av formålet med studien. Noe forenklet kan forskjellen mellom metodene beskrives med at kvalitativ metode ofte vektlegger data i form av ord og tekst i motsetning til kvantitativ metode som vektlegger kvantifisering og måling av data i form av tallfestet data. Kvalitativ metode

benyttes oftest som et selvstendig forskningsverktøy, men kan i andre tilfeller brukes til å forklare funn fra en kvantitativ metode ytterligere. Enkelte forskere ser på metodene som kompatible. Prosedyrene for analyse, tolkning, systematisering og bearbeiding er også svært forskjellige for de to forskningsmetodene. Tilgjengelig forskningsbasert kunnskap er også en viktig faktor ved valg av forskningsstrategi (Alasuutari et al., 2008; Bryman, 2016)

### **3.2.1 Kvantitativ forskningsmetode**

Kvantitativ forskningsmetode vektlegger tall ved innsamling og analyse av data og har liten grad av fleksibilitet. Forskningsmetoden består av formaliserte prinsipper som problemformulering, forskningsdesign, datavalg og dataanalyse. Det benyttes ofte spørreundersøkelse og statistiske modeller for datainnsamling. Sammenlignet med kvalitativ metode baserer den seg på langt flere respondenter da den er avhengig av et representativt populasjonsutvalg. Kvantitativ forskningsmetode gir derfor generaliserbare og overførbare resultater. Dette vil ikke være tilfelle dersom forskningen er utført i kontrollerte omgivelser. En annen ulempe med kvantitativ forskningsmetode er at den i liten grad besvarer spørsmål som begynner med *hvordan* og *hvorfor*. Videre kan en kvantitativ forskningsmetode forenkle virkelighetens kompleksitet (Bryman, 2016).

Kvantitativ dataanalyse utføres ofte ved bruk av standardiserte metoder som spørreundersøkelse og observasjon. Data er forankret i definerte variabler som kan uttrykkes i tallverdier og som gjør det mulig å fremstille resultatene gjennom grafiske figurer og tabeller. Resultatene kan analyseres ved bruk av statiske metoder som regresjon- og variansanalyse. På den måten kan en hypotese om virkeligheten bekreftes eller avkreftes ved bruk av de statiske metodene. Kvantitativ forskningsmetode har en deduktiv tilnærming til relasjon mellom teori og forskning (Bryman, 2016).

### **3.2.2 Kvalitativ forskningsmetode**

Kvalitativ forskningsmetode har et fokus på mening og innhold. Formålet er å forstå atferd og institusjoner ved å bli kjent med personene involvert og deres verdier, ritualer, symboler, tanker og følelser. Forskningsmetoden benytter ulike datainnsamlingsmetoder som observasjon, intervju og dokumentanalyse. Primærkilden i en kvalitativ forskningsmetode er hva respondentene sier og gjør. Respondentene er et kategorisk representativt utvalg. Andre egenskaper ved kvalitativ forskningsmetode er blant annet at forskeren har nærmere kontakt med respondentene, metoden er i mindre grad strukturert og kontekstuell forståelse står sentralt.

Kvalitativ forskningsmetode har en induktiv tilnærming til relasjon mellom teori og empiri som betyr at observasjon og analyse av et fenomen er utgangspunktet for problemstillingen (Frankfort-Nachmias og Nachmias, 2008; Berg, 2004; Bryman, 2016).

Kvalitativ dataanalyse er en pågående prosess som betyr at den foregår både underveis i datainnsamlingen og etterpå. Formålet er å bli kjent med datamaterialet og trekke ut interessant informasjon som sikrer samsvar mellom forskningsspørsmål og empiri. Empirien er virkeligheten som har blitt undersøkt og kan være det intervjupersonene sier, det som står i dokumentene som analyseres eller det forskerne har observert. Empirien fortolkes og danner grunnlaget for den kvalitative dataanalysen (Frankfort-Nachmias og Nachmias, 2008; Bryman, 2016).

Metoden er spesielt nyttig å benytte for å studere og kartlegge komplekse hendelser og fenomener det kan være vanskelig å observere selv. Kvalitativ forskningsmetode gir en god innsikt i og forståelse av forskningsspørsmålene som studien skal besvare. På den andre siden, er det ikke mulig å generalisere resultatene. Klassifiseringen og organiseringen av informasjon som er samlet inn kan også være tidkrevende og utfordrende (Alasuutari et al., 2008; Bryman, 2016).

### **3.2.3 Begrunnelse for valg av kvalitativ forskningsmetode**

I denne studien anvendes en kvalitativ forskningsmetode. Formålet med studien er å gå i dybden og forsøke å identifisere praksis og holdninger til en gruppe med respondenter. Kvalitativ metode muliggjør en nær dialog med respondentene som kan gi interessant og detaljert informasjon. Respondentene vi har valgt ut er relevante og gir meningsfull informasjon til studiens forskningsspørsmål. Studien skal derfor baseres på respondentenes praksis og holdninger slik at vi kan avdekke virkeligheten som studien tar for seg.

Å forene bærekraft og finans er en kompleks forskningstematikk som i liten grad har blitt undersøkt tidligere. For å undersøke oppgavens forskningsspørsmål vil det derfor være nødvendig å benytte datamateriale fra primærkilder som intervju og dokumentanalyse. Dette åpner opp for relevant informasjon og vi kan lettere identifisere praksis og holdninger som kan forklare hvordan og hvorfor bærekraft og finans forenes. Primærkildene gir tilgang til annen type informasjon som vi ikke ville fått i en kvantitativ spørreundersøkelse.

Den kvalitative metoden tillater i større grad frihet i forskningsprosessen og gir oss dermed mulighet til å tilpasse forskningsspørsmålene underveis. Empirien som undersøkes kan være vanskelig å forutse og endringer i forskningsspørsmålene kan derfor forekomme når empirien innhentes og analyseres. Respondentene har ulik stillingsbeskrivelse som også gjør det nødvendig å tilpasse forskningsspørsmålene. For å svare på studiens forskningsspørsmål vil det være nødvendig å tilpasse intervjuene, slik kvalitativ metode lar oss gjøre.

En utfordring med kvalitativ metode er store mengder med rådata som er både tidkrevende og vanskelig å organisere. Videre har tematikken i liten grad blitt belyst i utdanningen og vår manglende teoretiske bakgrunn krever derfor at vi tilegner oss kunnskap både før og underveis i forskningen. Det kan også foreligge en risiko for at vi analyserer data fra respondentene ulikt og dermed får en ulik oppfatning av det som våre respondenter sier. Et eksempel kan være en mindre objektiv vurdering knyttet opp mot våre respondenter som også er våre kolleger.

Vi ser at kvalitativ forskningsmetode er en tidkrevende prosess, men at det er essensielt for å finne nødvendig datamateriale i denne studien. Dessuten gir metoden data som i stor grad kan relateres til studiens teorigrunnlag. Gitt studiens forskningsspørsmål er det spesielt gunstig å benytte kvalitativ forskningsmetode.

### **3.3 Datainnsamling**

I denne studien benyttes semistrukturert intervju og dokumentanalyse som metode for datainnsamling. Metodene for datainnsamling kan utfylle hverandre og gjør at vi bedre kan identifisere hva som er riktig holdning og praksis til bærekraft i kapitalforvaltningen. Nedenfor beskriver vi hva intervju og dokumentanalyse er og hvorfor metodene blir benyttet i denne studien.

#### **3.3.1 Intervju**

Intervju er den mest brukte formen for innsamling av kvalitativ data. Kunnskapen som skal avdekkes gjennom et intervju danner grunnlaget for hvilke spørsmål som skal stilles. Videre danner intervjuerens forkunnskaper grunnlaget for hvordan spørsmålene stilles. Hvilke og hvordan spørsmål stilles er derfor fundamentet til et godt intervju. Hvilken intervjuform som velges avhenger også av omgivelsene intervjuet skal utføres i. Det finnes tre former for intervju: strukturert, ustrukturert og semistrukturert (Berg, 2004; Bryman, 2016; Leech, 2016).



### **Strukturert intervju**

Strukturert intervju har en klar struktur og består av et formelt oppsett av intervju spørsmål. Intervjueren begynner på første intervju spørsmål og jobber seg nedover. Utførelsen og rekkefølgen på spørsmålene er identisk for alle respondentene. Det benyttes lukkede spørsmål hvor svaralternativene er forhåndsdefinerte. Intervjueren har allerede et godt kunnskapsgrunnlag om forskningstematikken og har en klar formening om hva som ønskes svar på under intervjuet (Berg, 2004; Bryman, 2016; Leech, 2016 ).

### **Ustrukturert intervju**

Ustrukturert intervju har ingen klar struktur eller rekkefølge på spørsmålene. Det benyttes åpne spørsmål hvor svaralternativene ikke er forhåndsdefinerte. Intervjueren er i mindre grad forberedt og spørsmål kan oppstå underveis i intervjuet. Intervjueren kan benytte oppfølgingsspørsmål med formål om å få svar på forskningstematikken. Ustrukturert intervju kan være fordelaktig å benytte når intervjueren har liten eller ingen kunnskap om respondenten og temaet som skal undersøkes fra før av (Berg, 2004; Bryman, 2016; Leech, 2016).

### **Semistrukturert intervju**

Semistrukturert intervju er den vanligste intervjuformen og karakteriseres som en blanding av strukturert og ustrukturert intervju. Metoden innebærer bruk av et antall forhåndsformulerte spørsmål. En intervjuguide blir brukt til å oppsummere hvilke spørsmål som skal stilles og til hvilken tid. Semistrukturert intervju tillater i stor grad avvikelse fra den opprinnelige intervjuguiden dersom det er naturlig under intervjuet. Hvilken vei intervjuet tar, vil i stor grad avhenge av respondenten. Siden intervjumetoden hensyntar dette er det viktig at intervjueren benytter holdepunkter underveis. Holdepunkter er et virkemiddel for å sikre relevant data og kontinuitet i intervjuet. Fordelen med semistrukturert intervju er en detaljert og dyp innsikt i forskningstematikken (Bryman, 2016; Leech, 2016).

### **Begrunnelse for valg av semistrukturert intervju**

Studien benytter semistrukturert intervju som metode for datainnsamling. Valget ble tatt på grunnlag av studiens problemstilling og forskningsspørsmål hvor vi ønsker dypere innsikt i respondentenes praksis og holdninger i utøvelsen av ansvarlige investeringer. Åpne spørsmål og mindre grad av struktur gir respondentene en delaktig rolle i intervjuet og en større grad av frihet til å snakke. På den måten blir det også lettere for oss å bli kjent med respondenten og få en forståelse av deres praksis og holdning.

Et semistrukturert intervju gir oss frihet til å spørre oppfølgingsspørsmål underveis i intervjuet. Vi kan også utnytte muligheten til å endre rekkefølgen på spørsmålene dersom det blir naturlig. Spesielt ser vi dette fordelaktig når respondenten snakket om tema som er interessant for vår studie. En annen fordel med semistrukturert intervju er at situasjonen blir med avslappet og respondenten vil i større grad føle en trygghet til å avgi informasjon. Semistrukturert intervju gir oss også muligheten til å tilpasse intervjuet slik at det oppleves som profesjonelt for respondenten.

For å samle inn informasjon underveis i intervjuet, benyttet vi kun notering og ikke stemmeopptak. Vi valgt å ikke benytte stemmeopptak for å trygge informantene til å snakke fritt om temaer som kan være utfordrende å trekke frem. Det foreligger usikkerhet på hvordan bærekraft bør integreres i kapitalforvaltningen og kan derfor være vanskelig for kapitalforvaltere å snakke om. Utfordringen med semistrukturert intervju var at mye informasjon skulle håndteres på kort i tid. Det var også veksling mellom temaer underveis i intervjuet som gjorde det utfordrende å henge med ved kun bruk av noteringen.

En utfordring med semistrukturert intervju var at det oppsto støy underveis i intervjuene. Respondentene hadde ulike dialekter og en varierende bruk av faguttrykk, som gjorde at det kunne oppstå misforståelser eller vanskeligheter i forståelsen av deler i intervjuet. Konsekvensen av de overnevnte utfordringene var at vi måtte fjerne de delene av intervjuene som ikke tydelig svarer på studiens forskningsspørsmål. I tillegg snakket respondentene om temaer som vi har lite kjennskap til, noe som gjorde det utfordrende å stille gode spørsmål. Faren med å ikke stille gode oppfølgingsspørsmål, var at vi risikerte å miste viktig informasjon som var relevant for forskningsspørsmålene. En annen utfordring var at de semistrukturerte intervjuene ble forbedret gjennom erfaring. Vi så med det at kvaliteten på intervjuene ble forbedret med antall intervjuer som ble utført.

### **3.3.2 Dokumentanalyse**

Dokumentanalyse er en systematisk prosedyre for analyse og evaluering av dokumenter. Dokumenter må tolkes og analyseres for å få en forståelse av innholdet og for å utvikle empirisk materiale. Et dokument kan inneholde tekst og bilder som må analyseres. Dokumenter som benyttes i forskning kan forekomme i ulike former som internettsider, historiske kilder og offentlige dokumenter. Dokumentanalyse benyttes som regel i kombinasjon med andre

kvalitative analysemetoder. Videre vil dokumentanalyse være fordelaktig å benytte for å avdekke usikkerheter, utvikle forståelse og få økt innsikt som er relevant for forskningen og fenomenet som skal undersøkes (Bowen, 2009; Bryman, 2016).

### **Begrunnelse for valg av dokumentanalyse**

I denne studien har vi benyttet offentlige dokumenter som årsrapporter, bærekraftsrapporter, klimareporter, høringsnotater og retningslinjer. Vi benytter også dokumenter publisert av finansforetakene selv. Dokumentene publisert av finansforetakene er i hovedsak hentet fra offentlige databaser og er typisk årsrapporter. Vi har i tillegg brukt intranettets dokumenter som inspirasjon til forskningen. Dokumentene er valgt ut dokumentene basert på innholdet av dokumentet og hvem som har publisert dem. Hvilke dokumenter vi har valgt ut har betydning for hvordan materialet skal tolkes, analyseres og benyttes for å belyse forskningsspørsmålene. Dokument-kvaliteten er vurdert med utgangspunkt i troverdighet, relevans og representativitet (Bryman, 2016).

Dokumentanalyse kan benyttes som en kvalitativ forskningsmetode med ulike formål. I denne studien har det dannet grunnlaget for den underliggende forståelsen for hvordan respondentene oppfatter og praktiserer fenomenet bærekraft. Dokumentene har gitt bakgrunnsinformasjon og historisk innsikt i tematikken som i større grad har gitt oss forståelse for data vi samler inn under intervju og empirien vi undersøker. Dokumentanalysen har også gitt verdifull tilleggsdata til forskningen. I tillegg har det vært effektivt for utforming av intervju spørsmålene og til å bekrefte funn vi har funnet under intervjuene.

Dokumentanalyse er viktig og aktuell for studien og studiens forskningsspørsmål. Vi benyttet dette som primærkilde i oppgaven. Selskapsdokumenter er beskrivende og blir benyttet som reklamemateriell fra selskapets side. Rapportene er skrevet med et spesifikt budskap som utgiverne av dokumentene vil presentere. Vi så at rapportene i stor grad fremmer finansforetakenes bærekraftige arbeid på en slik måte som tas godt imot av samfunnet. Typisk blir dette gjort gjennom flotte bilder, figurer og synliggjøring av spesifikke tiltak på bærekraft. Sistnevnte kan beskrives som en svakhet som kan påvirke representativiteten og kan for eksempel være potensielt greenwashing. Vi tok derfor høyde for dette og lest rapportene med et kritisk blikk. Videre vil troverdigheten til offentlige dokumenter svekkes dersom kilden er partisk (Bryman, 2016). Dette viser viktigheten av å være klar over hvilke typer dokumenter som blir benyttet i datainnsamlingen og de bør undersøkes i sammenheng med andre kilder.

Dette er også en forklaring på hvorfor vi valgte å benytte både semistrukturert intervju og dokumentanalyse.

### **3.4 Utvelgelse og tilgang til respondenter**

Studiens utvalg baseres på hvem og hvor mange som skal inkluderes. I en kvalitativ studie handler det nødvendigvis ikke om å ha mange respondenter, men å finne respondenter som er relevante og betydningsfulle for studien. Hvem respondentene er og hvor mange respondenter som skal benyttes kan derfor variere underveis i studien. Studiens respondenter skal velges ut basert på relevans og gyldighet (Bryman, 2016). I denne studien er det i hovedsak kapitalforvalterens utøvelse av bærekraft som undersøkes. Vi har derfor valgt å basere studien på respondenter hentet fra tre store og velfungerende finansforetak i Norge. Disse tre finansforetakene ligger langt fremme på bærekraft og er følgende: Nordea AB, Storebrand ASA og KLP. I tillegg har vi en respondent som tilhører organisasjonen Finans Norge.

En svakhet er at disse tre finansforetakene ikke representerer hele det norske finansmarkedet da andre finansforetak utøver bærekraft ulikt og muligens har en svakere posisjon i Norge på bærekraft. Hvor mange som skal undersøkes er bestemt på bakgrunn av tilgjengeligheten. Finansmarkedet er travelt og består av ressurssterke personer med en begrenset tid til disposisjon. Kapitalforvaltere har også en hektisk hverdag og en begrenset forpliktelse overfor oss. Derfor har det vært tidkrevende å få tilgang til relevante respondenter. Dessuten er potensielle kapitalforvaltere i de tre selskapene relativt få. På en annen side, jobber vi selv i ett av de tre nevnte finansforetakene, noe som har gitt oss lettere tilgang til informasjon og relevante respondenter gjennom kolleger og selskapets interne kanaler. Dette har i stor grad styrt vår tilgang til respondenter og har vært til både fordel for oss i forskningen. Vi ser også at tilliten ble raskere bygget opp mellom oss og kollegaer enn hva den gjorde mellom oss og de andre respondentene. Dette kan også være forklaringen på at vi har fått størst tilgang til respondenter fra Nordea.

Kapitalforvalterne har ulik ansiennitet, alder og ansvarsområder innenfor kapitalforvaltning. En av syv kapitalforvalter inngår som junior og resten som senior i henhold til ansiennitet innenfor kapitalforvaltning. Kapitalforvalternes alder varierer mellom 30 og 55 år. Fire kapitalforvaltere forvalter kun norske aksjer, en kapitalforvalter forvalter kun globale aksjer, en forvalter norske og globale aksjer og en kapitalforvalter forvalter norske rentefond. Videre er tre

kapitalforvaltere sektorspesialister og spesialiserer seg på “olje og gass”, “fisk og akvakultur” og “finans og konsum”. Størrelse på fondsporteføljen til den enkelte kapitalforvalter varierer og avhenger blant annet av hvilke land og selskaper de har ansvar for. Felles for kapitalforvalterne er at de hovedsakelig driver med aktiv forvaltning.

I tillegg til de syv kapitalforvalterne har vi også inkludert seks betydningsfulle respondenter i finansmarkedet hentet fra Nordea, Storebrand, KLP, samt Finans Norge for å styrke studiens forskning. Kapitalforvalterne utgjør respondent 1-7 og andre betydningsfulle respondenter i finansmarkedet utgjør respondent 8-13. Respondentene er nummerert ut fra dato for når intervjuet ble gjennomført. Studiens 13 respondenter blir presentert i tabell 6 hvor stillingsbeskrivelse, respondent-nummer og dato presenteres.

**Tabell 7:** Kategorisering av studiens respondenter

Stillingsbeskrivelse	Respondent	Dato
Kapitalforvaltere	1	16. februar 2018
	2	20. februar 2018
	3	20. februar 2018
	4	21. februar 2018
	5	22. februar 2018
	6	02. mars 2018
	7	02. mars 2018
Analytikere <i>(analytikere på bærekraft og grønn energi)</i>	8	13. februar 2018
	9	17. april 2018
Ledere for bærekraft og ansvarlige investeringer:	10	26. februar 2018
	11	15. mars 2018
Spesialist	12	01. mars 2018
Lederrolle i finansmarkedet	13	24. april 2018

For å sikre at respondentene ikke skal være mulig å identifisere i studien, velger vi kun å kategorisere respondentene basert på stillingsbeskrivelse og tidspunkt for når intervju fant sted. Det skyldes at respondentene har bakgrunn fra ulike selskaper, forvaltningssum, sektorer og ansvar for ulike investeringsprodukter som kan gjøre det mulig å identifisere hvem disse respondentene er. Med utgangspunkt i studiens forsknings spørsmål vil det heller ikke være

nødvendig å kategorisere respondentene ytterligere. I studiens kapittel 4, empiri, har vi valgt presentere kapitalforvaltere og andre respondenter i finansmarkedet hver for seg. Dette har vi gjort for å tydelig fremstille hvordan kapitalforvalterne forener bærekraft i finansmarkedet. Videre kan vi lettere underbygge kapitalforvalternes utøvelse med hva de andre respondentene i finansmarkedet sier. I studiens kapittel 5, analyse, har vi derimot valgt å samle alle respondentene for å tydelig få frem hvordan bærekraft forenes med finansmarked. Vi har også valgt å samle alle respondentene for å ikke generalisere og sammenligne kulturer og holdninger hos respondentene som studien tar for seg. En begrenset tilgang på respondenter, vil uansett gjøre det vanskelig å generalisere og sammenligne kulturer og holdninger. Videre blir det derfor ikke naturlig å nevne finansforetakenes og organisasjonens navn i studiens empiri- og analysekapittel. Allikevel velger vi å kort presentere de tre finansforetakene: Nordea, Storebrand og KLP i dette metodekapittelet for å informere leseren om studiens forskningsarena og finansforetakenes tilnærming til bærekraft.

### **3.5 Forskningsarena**

#### **3.5.1 Nordea Bank AB**

Nordea Bank AB er et ledende nordisk finanskonsern og er en av de ti største finansielle institusjonene i Europa. Nordea er en ledende bank i Norden og er tilstede i 17 land. Aksjene i Nordea Bank AB omsettes på børsen i Stockholm, København og Helsinki. Ved utgangen av 3. kvartal 2017 hadde Nordea Bank AB 10 millioner personkunder, 540 000 bedriftskunder og ca. 32 000 medarbeidere (Nordea Bank AB, 2018).

Nordeas etiske retningslinjer har et fokus på tillit til samfunnet. De tre hovedelementene i de etiske retningslinjene tar for seg Nordea som samfunnsaktør, ivaretagelse av interessentene og omdømmerisiko. Nordea har tilsluttet seg globale initiativer og internasjonale retningslinjer som PRI i 2007, Parisavtalen i 2016, FNs 17 bærekraftsmål og United Nations Global Compact. Nordea er også delaktige i skandinaviske investeringsforum (SIFs) og signerte SWESIF i 2008, DANSIF i 2010 og NORSIF i 2013. De skandinaviske investeringsforumene er henholdsvis svensk, dansk og norsk forum for ansvarlige investeringer. Dette er signerte krav og retningslinjer som har dannet grunnlaget for de etiske prinsippene Nordea har utarbeidet (Nordea Bank AB, 2016; Nordea Bank AB, 2017; Nordea Bank AB, 2018).

Ifølge Nordea handler bærekraft om å ta ansvar for de påvirkninger som Nordea har på sine omgivelser. Det er et fokus på å integrere ESG-faktorene i kapitalforvaltningen og kapitalforvaltere er underlagt Nordea sine retningslinjer for ansvarlige investeringer. Nordea fokuserer på avkastning med ansvar hvor både økonomiske nøkkeltall og ESG-integrasjon står sentralt (Nordea Bank AB, 2018).

### **3.5.2 Storebrand ASA**

Storebrand ASA har vært en ledende aktør på bærekraft i det norske finansmarkedet, allerede fra 1995. I det nordiske markedet er Storebrand en ledende aktør innenfor langsiktig sparing og forsikring. Storebrand forvalter 721 milliarder kroner og er derfor Norges nest største kapitalforvalter. Storebrands aksjer er notert på Oslo Børs (Storebrand, 2018).

Storebrand sine kjerneverdier oppsummeres i Vår Drivkraft. Formålet med kjerneverdiene er å beskrive hva Storebrand jobber med og for, hvordan Storebrand bidrar til utvikling og endring i verden, samt beskrive deres visjon. Vår Drivkraft bygger en bærekraftig og trygg fremtid som vil lønne seg for både finansforetaket og deres kunder (Storebrand, 2018).

Storebrandstandarden ble opprettet i 2005 og er et viktig verktøy for å sikre bærekraftig investeringer i finansforetaket. Standarden består av følgende åtte kriterier: folkerett og menneskerettigheter, korrupsjon og økonomisk kriminalitet, alvorlig miljøskade, kontroversielle våpen, tobakk, lav bærekraftsrating, statsobligasjoner og Exchange Traded Funds (ETF). Kriteriene er utarbeidet av Storebrand sitt bærekraftsteamet og skal benyttes til å systematisk velge ut og ekskludere vekk selskaper fra investeringene. I tillegg har Storebrand tilsluttet seg globale initiativer og samarbeidspartnere som United Nations Global Compact, PRI, Parisavtalen og FNs 17 bærekraftsmål. Storebrand har også styremedlemmer i NORSIF og SWESIF som gjør at de forplikter seg til å handle bærekraftig (Storebrand, 2018).

### **3.5.3 Kommunal Landspensjonskasse**

Kommunal Landspensjonskasse gjensidig forsikringsselskap (KLP) er Norges største pensjonsselskap. KLP er i stor grad eid av det offentlige som helseforetak, kommuner og bedrifter med offentlig tjenestepensjon i selskapet. KLP har tre kapitalforvaltere som hovedsakelig driver med aktiv kapitalforvaltning av norske aksjefond. Totalt i de to norske porteføljene forvaltes ca 12 milliarder. Ved utgangen av 2017 forvaltet KLP ca. 650 milliarder kroner. Utover dette er KLP kjent for index-forvaltning (KLP, 2017, 2018).

KLP definerer en ansvarlig investor som en som integrerer ESG i investeringsvirksomheten og som utøver eierskap for tilgang til fullstendig informasjon og en forbedret risikohåndtering. Formålet ved å hensynta ESG-faktorer er av etisk og finansiell betydning. KLP har tilsluttet seg globale initiativer og samarbeidspartnere som United Nations Global Compact, PRI, Parisavtalen og FNs bærekraftsmål. KLP har også styremedlemmer i NORSIF (KLP, 2017).

### **3.6 Utførelsen av intervju**

Vi har utført 13 intervjuer fra de overnevnte finansforetakene: Nordea, Storebrand og KLP, samt en respondent fra Finans Norge. Utførelsen av intervju kan vi dele opp i tre steg: før påbegynt intervju, underveis i intervjuet og etter utførelse av intervju.

Før påbegynt intervju ble respondenten gitt en kort beskrivelse om hvem vi er, studiested og formålet med oppgaven. Videre informerte vi respondenten om hvordan intervjuet ville bli benyttet i studien. Respondenten ble så opplyst om at det er frivillig å delta og at respondenten kan trekke seg når som helst uten begrunnelse. Til slutt ble det sagt at respondenten ikke vil bli nevnt med navn og på ingen måte kan identifiseres i studien.

Underveis i intervjuet benyttet vi notater for å samle og lagre det som ble sagt. Respondentene var lokalisert på ulike steder i landet og vi så det derfor mest hensiktsmessig å utføre intervjuene ved bruk av Skype, Facetime, telefonsamtale. Et intervju ble også utført gjennom fysisk møte. Underveis i intervjuet fikk respondenten snakke relativt fritt og vi stilte oppfølgingsspørsmål underveis. Alle kapitalforvalterne ble stilt de samme spørsmålene, men i varierende rekkefølge avhengig av kapitalforvalteren. For de andre respondentene i finansmarkedet ble enkelte spørsmål lagt til og tatt vekk, med utgangspunkt i deres stillingsbeskrivelse. På den måten kunne vi tilpasse intervjuene underveis og bedre svare på studiens forskningsspørsmål. Intervjuene med de andre respondentene i finansmarkedet ble utført i etterkant av intervjuene med kapitalforvalterne, noe som gav oss muligheten til å bedre svare på forskningsspørsmålene. I den grad kunne vi stille spørsmål som dekket eventuelle manglende informasjon om hvordan bærekraft forenes med finansmarkedet.



Kort tid etter at intervjuet ble utført ble notatene gjennomgått og vi la til egne kommentarer og relevante punkter for studien. Deretter renskrev vi notatene og rensket ut funn fra intervjuet som var mest interessant for studiens forskningsspørsmål.

Intervjuene ble forberedt og utført i henhold til Leech (2016) sin anbefaling. I følge Leech (2016) er trygghet og følelser to viktige stikkord ved utførelse av intervju. Det var viktig for oss at respondenten ikke følte seg truet av spørsmålene eller på noe måte følte seg mindreverdige på bakgrunn av spørsmålene som ble stilt. Det var også viktig for oss at respondenten ikke følte at tiden som ble benyttet til intervju var bortkastet. Derfor ble tiden benyttet effektivt og kun de nødvendige spørsmålene stilt. Vi har erfart at dette kan være en utfordring ved intervju av høyt utdannede og sentrale personer i næringslivet, slik som våre respondenter. Videre fulgte vi Leech (2016) sin anbefaling om å kort oppsummere det respondenten sa under intervjuet for å vise forståelse og interesse for det som ble sagt. Intervjuspørsmålene ble stilt i en rekkefølge hvor de minst truende spørsmålene kom først. Vi benyttet hovedsakelig åpne spørsmål hvor respondenten kunne snakke fritt. Intervjuspørsmålene ble mer konkrete mot slutten av intervjuet. Kroppsspråk, ordbruk, setningsoppbygging og å gi respondenten nok tid til å svare var også viktig. I tillegg gjorde vi oss godt kjent med temaet før intervjuene ble utført.

Alle spørsmålene som ble stilt ble besvart. Vi så derimot at enkelte spørsmål var noe mer utfordrende å svare på slik som interessekonflikt, dilemmaer og forslag til forbedring. Respondentenes svar ble også gitt på bakgrunn av ulik forståelse og oppfatning av spørsmålene som ble stilt. Variasjonen i svarene skyldes blant annet på hvilket nivå respondentene velger å besvare spørsmålene - personlig nivå, kapitalforvalter nivå, konsernnivå og markedsnivå. Vi så også at respondentene har en subjektiv forståelse av sin rolle i finansmarkedet og at det foreligger en risiko for at respondenten påvirkes av kollegaer som også har blitt intervjuet av oss. Et eksempel på dette var at vi ble fortalt at enkelte respondenter hadde overhørt intervjuet eller snakket med andre kollegaer som tidligere hadde blitt intervjuet av oss.

### **3.7 Forskningskvalitet**

I denne delen drøftes studiens forskningskvalitet. Forskningskvalitet i en kvalitativ studie drøftes ved å se på graden av reliabilitet og validitet. Bryman (2016) skiller mellom to former for reliabilitet og validitet: Intern og ekstern. Intern reliabilitet beskriver studiens pålitelighet og ekstern reliabilitet beskriver i hvilken grad resultatene fra studien kan etterprøves. Intern

validitet beskriver studiens gyldighet og i hvor stor grad det som observeres, identifiseres og måles samsvarer med studiens forskningsspørsmål. Ekstern validitet beskriver i hvilken grad resultatene fra studien kan overføres til andre lignende situasjoner og utvalg. Validitet avhenger av at det foreligger reliabilitet i studien (Bryman, 2016).

### **3.7.1. Reliabilitet**

I kvalitative undersøkelser kan det være utfordrende å oppfylle krav til reliabilitet. For det første kan det skyldes at studien er basert på semistrukturert intervju hvor store deler av samtalen baseres på hva hver enkelt respondent sier. For det andre kan omgivelser utenfor og innenfor selskapene vi har studert forandre seg. Dette kan være endringer i lovverk, internasjonale retningslinjer og forventninger hos interessenter. Til slutt kan vår personlighet og erfaringsgrunnlag påvirke respondenten under intervjuet. Det kan også foreligge uenighet mellom oss forskere rundt funn som svekker reliabiliteten. Resultatene vi får i denne studien kan derfor avvike fra andre som utfører samme studie. Vi ser at reliabiliteten kan svekkes i en kvalitativ studie fordi data vi har samlet inn påvirkes av metode for datainnsamling. Vi ønsker derfor å styrke reliabiliteten i denne studien gjennom valgene vi har tatt underveis i forskningen (Bryman, 2016).

### **3.7.2 Validitet**

Forskningen baseres i stor grad på dokumenter og studiens respondenter. Utgiveren av dokumentene har et spesifikt budskap som de ønsker å få frem og er ikke tjent med å være negativt fremstilt i egne dokumenter. Det kan derfor påvirke dokumentenes grad av validitet. Informasjonen som respondentene gir fra seg bør drøftes kritisk i henhold til studiens forskningsspørsmål. Respondenter ansatt i selskapene som undersøkes gir i større grad fra seg riktig informasjon sammenlignet med respondenter med andrehåndsinformasjon. Validiteten forblir høy dersom effekten av det som observeres tilordnes studiens utvalg og ikke andre utenforliggende faktorer. Liten grad av validitet betyr at det som respondentene uttrykker er lite gyldig for studien. Det er derfor nødvendig å kontrollere for utenforliggende faktorer for å opprettholde validiteten (Bryman, 2016).

Vår posisjon ovenfor respondentene vil også være nødvendig å drøfte her. Relasjon til respondentene kan påvirke hvordan vi forholder oss til og oppfatter informasjon respondentene gir under intervju. Vår tilknytning til og forståelse av miljøet som studeres kan påvirke tolkningen av respondentene og dermed forbedre studiens validitet. På den andre siden kan det

foreligge en risiko for at respondentene overser nyanser som kan være interessante for studien (Bryman, 2016). Til slutt drøftes studiens overførbarhet, som i en slik kvalitativ undersøkelse avhenger av i hvilken grad studiens resultater medvirker til eksisterende kontekst og teori. Vi ser at validiteten kan være utfordrende på bakgrunn av ulike grunner som individer, tid og sted og dermed redusere resultatenes overførbarhet (Bryman, 2016).

### **3.8 Oppsummering metode**

For å svare på studiens problemstilling og forskningsspørsmål valgte vi å benytte en kvalitativ forskningsmetode. Ved bruk av et semistrukturert intervju kan vi kartlegge hvordan kapitalforvalterne integrerer bærekraft i forvaltningen og identifisere variasjoner i hvordan bærekraft og finans blir forenet. Dokumentanalysen benyttes for å få en forståelse, samt underbygge de empiriske funnene presentert i studiens neste kapittel.

## **4.0 Empiri**

Formålet med dette kapitlet er å presentere relevante empiriske funn. Empirien er basert på svarene fra studiens respondenter gjennom semistrukturerte intervjuer. Kapitlet er delt inn i fire hoveddeler med utgangspunkt i forskningsspørsmålenes fire overordnede overskrifter. Videre blir de fire hoveddelene delt inn i “kapitalforvaltere” og “andre respondenter i finansmarkedet”. En forklaring på inndelingen er at studien hovedsakelig ønsker å undersøke kapitalforvalternes utøvelse av bærekraft. Inndelingen gjør det lettere å knytte kapitalforvalterne opp i mot forskningsspørsmålene og undersøke hvordan bærekraft og finans forenes. Ved å supplere med de “andre respondentene i finansmarkedet” kan vi underbygge svarene til kapitalforvalterne.

### **4.1 Drivere for ansvarlige investeringer**

Studios respondenter identifiserer flere ulike drivkrefter for utøvelsen av ansvarlige investeringer. De fem drivkreftene er “forventet langsiktig avkastning”, “identifisere mulig risiko”, “kunder, eiere og media”, “pådrivere og initiativer” og “interne krefter i finansforetaket og kapitalforvalterens indre motivasjon”. Disse fem drivkreftene beskriver hvorfor kapitalforvalterne forsøker å forene bærekraft og finans i kapitalforvaltningen.

#### **4.1.1 Forventet langsiktig avkastning**

##### *Kapitalforvaltere*

ESG et verktøy for å utøve ansvarlige investeringer og påvirker verdsettelsen som kapitalforvalteren gjør (1, 6). I følge respondent 2 blir ikke ESG praktisert fordi kapitalforvalterne skal være «snille», men fordi ESG skaper verdi og gir meravkastning. Alle kapitalforvalterne mener at ESG ikke nødvendigvis går utover den avkastningen som forvalteren og kunden er ute etter på lang sikt. I tillegg er det enighet om at ESG er et verktøy for å identifisere muligheter og redusere risiko som kan sikre god avkastning på en mer systematisk måte (1-7). Slik kapitalforvalter 7 legger det frem, kan kapitalforvalteren forhåndsposisjonere porteføljen ved hjelp av ESG og dermed ta fordel av en økende interesse hos kundene på lang sikt. ESG er ikke bare et viktig verktøy for kapitalforvalteren, men blir også fremhevet som en nødvendighet for selskaper å fokusere på for å eksistere i fremtiden (3).

Flere av respondentene understreket at “G” er den viktigste faktoren å fokusere på, da denne slår raskt ut på selskapets avkastning (1, 3, 4, 6). Det er også et stadig økende fokus på miljø og bokstaven “E” har derfor blitt et omdiskutert tema i dag. Økt dokumentasjon og tilgang på rapporter gjør at samfunnet i større grad ser hvilke klimakonsekvenser vi står overfor (4, 7). Respondent 7 mener derfor at selskaper som fokuserer på miljø er undervurdert og dermed har potensiale for meravkastning i fremtiden. På en annen side mener enkelte kapitalforvaltere at det er risiko for at klima kan være overvurdert i dag (1, 6). Økt dokumentasjon viser at det i større grad er lønnsomt å fokusere på ESG i kapitalforvaltningen og at trade-off mellom avkastning og ESG ikke er like stor som tidligere (2).

#### *Andre respondenter i finansmarkedet*

Ved å utøve ansvarlige investeringer kan kapitalforvalterne øke profitt på en bærekraftig måte (8, 9, 12). De andre respondentene i finansmarkedet er enige med kapitalforvalterne om at det er et samsvar mellom god eierstyring (G) og økt avkastning. I likhet med kapitalforvalterne, støtter også respondent 12 at trade-off mellom ansvarlige investeringer og avkastning ikke er like stor som før. I tillegg vektlegges det at finansmarkedets viktigste rolle er å få kapitalen til å flyte i den retning som gir best avkastning for kundene (9). Samtidig er det helt vesentlig for lønnsomheten til finansforetaket at de utøver ansvarlige investeringer og at det ikke finnes noe vei utenom (9). I følge respondent 9 er det ikke lenger bare den finansielle avkastningen som er viktig, men også den sosiale avkastningen som ansvarlige investeringer kan føre med seg.

### **4.1.2 Identifisere mulig risiko**

#### *Kapitalforvaltere*

I følge respondent 3, er ESG et viktig og effektivt verktøy for å identifisere risiko og dermed redusere risiko som kan forverres over tid. Risiko kan være uheldige hendelser som kan ha innvirkning på porteføljen som forvaltes. Uheldige hendelser kan være relatert til finansforetak, kapitalforvalteren og selskapene som inngår i porteføljen. Klima legges frem av respondent 6 og 1 som en svært relevant risikofaktor i dag som kan ha en uheldig påvirkning på porteføljen. Identifisering av klimarisiko vil ikke bare være bra for porteføljen, men også bra for miljøet da det kan redusere reelle klimakonsekvenser (1). Finansforetak er utsatt for omdømmerisiko gjennom negativ omtale i media som kan ha en uheldig påvirkning på porteføljen. Omdømmerisiko er svært kritisk og må identifiseres så tidlig som mulig for å i større grad unngå den (2, 4, 5). Respondent 1 legger frem at det også er viktig å unngå de selskapene som kan bli hardest rammet økonomisk dersom ESG ikke blir hensyntatt (1).

*Andre respondenter i finansmarkedet:*

I følge respondent 10 er ESG et viktig verktøy og blir integrert som en del av risikoanalysen. “G” har et godt dokumentert forskningsmateriale som viser et samsvar mellom god eierstyring og redusert risiko (13). I følge respondent 9, foreligger det i dag politisk risiko (G) som kan ha en innvirkning på porteføljen. Eksempler på politisk risiko er uroheter i Midtøsten, handelskrigen mellom USA og Kina, samt endringer i lovverket (9). Et annet eksempel på politisk risiko var når USA trakk seg ut av Parisavtalen i 2017 (9). Slik respondent 9 legger frem, er det viktig at slike risikoer blir priset riktig inn i verdien på aksjene for å oppnå høyest mulig avkastning.

### **4.1.3 Kunder, eiere og media**

*Kapitalforvaltere*

Kapitalforvalteren har ansvar for å forvalte pengene på en finansiell fornuftig og ansvarlig måte med hensyn til interessenter. De viktigste interessentene er kunder og eiere (som blant annet kommuner) som har plassert eller ønsker å plassere kapital i finansforetaket med tillitt til kapitalforvalteren (3, 6). For å ikke risikere å miste tilførsel av kapital til andre konkurrerende finansforetak er det derfor nødvendig å tilfredsstille kundenes etterspørsel etter en god ESG profil (1). I følge respondent 1 og 2 er det en økende interesse for bærekraft både nasjonalt og internasjonalt, og det foreligger forventninger om at pengene skal forvaltes på en etisk og bærekraftig måte. Den nasjonale etterspørselen etter ansvarlighet er spesielt stor i offentlig sektor og skyldes at kommunene i økende grad synes tematikken er viktig og lønnsom for pensjonsmidlene på lang sikt (6). Slik respondent 2 fremlegger, er allikevel etterspørselen etter selskaper med god ESG-score større internasjonalt. Det skyldes at interessen for ansvarlighet er enda større her og at kapitalforvalteren kan nå ut til en større andel kunder (2).

I følge respondent 5 er kundene fortsatt noe skeptiske til ansvarlige investeringer, i den forstand at de er redde for å gå glipp av avkastning i pengene som er eller skal investeres. Det blir også påpekt at kundenes interesse ikke er like stor som media skal ha det til, selv om etterspørselen er økende (2). Kundene har i en tid tilbake sett på ESG som noe som kan gå på bekostning av avkastning og kunnskapsnivået på dette temaet har vært svakt. I nyere tid har det kommet mer kunnskap og studier på banen slik at samfunnet i større grad er klar over hva ESG innebærer. Allikevel er kundenes interesse for ESG liten og kan skyldes at Norge er et velregulert land og kunden bekymrer seg derfor mindre for “E”, “S” og “G”. I følge respondent 2, kan en annen

forklaring være at nordmenn i liten grad ser “utenfor” landegrensen til Norge og derfor ikke forstår hvilke utfordringer knyttet til “E”, “S” og “G” som faktisk finnes i verden. En konsekvens av det kan være at det er utfordrende å få kundene til å forstå hvorfor ansvarlige investeringer er viktig og bra. I følge respondent 2 og 6, må budskapet derfor være tydelig fra finansforetakets side, slik at kundene vet hva ansvarlige investeringer er og hvilke ansvarlige produkter som tilbys.

I følge respondent 1 har ansvarlighet ofte blitt fremhevet i media og hos politikere den siste tiden. Kapitalforvalterne er enige om at media har spesielt skapt et fokus på miljø, både nasjonalt og internasjonalt (1-7). I tillegg er det enighet om at media, gjennom ulike informasjonskanaler, i stor grad kan påvirke kunder og styre deres forventinger til tematikken (1-7). Journalister og aktivister har også en påvirkning, men i mindre grad enn det media har (5). I følge respondent 2 og 4 er det derfor nødvendig at kapitalforvalteren opptrer ansvarlig for å unngå uheldige situasjoner som kan få overskrifter i media.

#### *Andre respondenter i finansmarkedet:*

Det er et ønske om at kunder skal investere pengene sine i finansforetakene. Derfor mener respondent 8 at det er viktig at finansforetaket forvalter kundenes kapital på en riktig måte. Utøvelsen av ansvarlige investeringer er kundedrevet og bidrar til at finansforetakene må tenke nytt. Respondent 11 og 12 mener at kapitalforvalterne etterhvert kan påvirke kundenes interesse og at det er finansforetaket sin oppgave å gjøre kundene mer bevisste. På en annen side, sees media på som en viktig aktør i prosessen med å sette søkelys på tematikken og skape diskusjon (10).

### **4.1.4 Pådrivere og initiativer**

#### *Kapitalforvaltere*

Et finansmarked med fokus på ansvarlighet påvirker kapitalforvalteren sin utøvelse av ansvarlige investeringer. Oljefondet blir trukket frem som en viktig pådriver i Norge (1-5) og beskrives som en «gullstandard» innenfor ESG (2). Oljefondet begrenser kapitalforvalterne sin frihet og de blir i stor grad begrenset til å følge Oljefondets investeringsstrategi ved å benytte seg av Oljefondets eksklusjonslister (2). Oljefondets investeringsstrategi følges også av andre nordiske kapitalforvaltere og stadig flere europeiske kapitalforvaltere har en tendens til å gjøre det samme (3). Videre trekker respondent 7 frem Parisavtalen som et “fellesprosjekt” for bærekraft og er det eneste initiativet som blir nevnt av kapitalforvalterne.

*Andre respondenter i finansmarkedet:*

Parisavtalen og FNs bærekraftsmål blir trukket frem som to viktige initiativer og er grunner til den raske utviklingen av ansvarlige investeringer (8, 9). FN har lagt frem at menneskehetenes største utfordring i dag er klimaendringene (9) og er forklaringen på at klima vektlegges i betydelig grad i forvaltningen (8, 9, 12, 13). Initiativene har i større grad fått markedet til å se de finansielle mulighetene som kommer ved å utøve ansvarlige investeringer (8). PRI og United Nations Environment Programme Finance Initiative blir også nevnt som to viktige initiativer til at ansvarlige investeringer utøves. I følge respondent 8, vil signering av slike initiativer utgjøre store positive effekter i kapitalforvaltning, samt at flere aktører i finansmarkedet kan bidra til en bærekraftig utvikling.

#### **4.1.5 Interne krefter i finansforetaket og kapitalforvalternes indre motivasjon**

*Kapitalforvaltere*

Et finansforetak vil bli oppfattet som en ansvarlig aktør i finansmarkedet så lenge samfunnets forventninger til tematikken tilfredsstilles. En ansvarlig aktør vil i større grad tiltrekke kapitalforvaltere som har en interesse og forståelse av viktigheten med å praktisere ansvarlige investeringer (6). Dette kan styrke finansforetakets interne kultur hvor ansvarlighet er innarbeidet i hele eller store deler av organisasjonen. I følge respondent 6, vil kapitalforvalteren da føle en tilhørighet til tematikken og dermed praktisere ansvarlighet i enda større grad. Ansvarlighet bør være forankret i finansforetakets verdier og bør være implementert hos hele selskapsledelsen. Typisk i dag er at ansvarlighet i størst grad blir fokusert på hos toppledelsen. En forklaring på det er at det er de som representerer finansforetaket utad til markedet, for eksempel gjennom media. For kapitalforvalternes nærmeste ledere vil det derimot være mer fokus på avkastning enn bærekraft (2, 5, 7).

I følge respondent 6, er det motiverende for kapitalforvalterne å se at forvaltning av penger gir makt og at de kan utgjøre en forskjell til fordel for både avkastning og interessenter. Havet og plastikk er en tematikk som i dag har fått mye oppmerksomhet. Samfunnet ønsker derfor å plassere penger der hvor denne problematikken tas hensyn til. På den måten øker kapitalen i dette forvaltningsmiljøet og kapitalforvalteren kan være med på å påvirke i riktig retning. Dessuten nevnes det av respondent 7 at det er motiverende å levere produkter som blir satt pris på og kapitalforvalterne i stor grad drives av anerkjennelse fra kundene.



Respondentene trekker frem fem drivere til at ansvarlige investeringer utøves, men hovedsakelig legger respondentene vekt på langsiktig avkastning og identifisering av risiko som viktig. Kapitalforvaltningen er kundedrevet og det er viktig at kundene oppnår den avkastningen de etterspør.

## **4.2 Utøvelsen av ansvarlige investeringer**

Kapitalforvalterne kan forene bærekraft og finans på flere måter i forvaltningen. Med utgangspunkt i respondentene ser vi at bærekraft og finans kan forenes i tre av de mest brukte strategiene for ansvarlige investeringer: “ekskludering”, “aktivt eierskap” og ESG-integrasjon”. Respondentene har diskutert ekskludering og aktivt eierskap i relasjon til hverandre og vi har derfor valgt å samle de to strategiene i ett avsnitt. Bærekraft og finans kan også forenes ved bruk av de resterende strategiene for ansvarlige investeringer, men blir i mindre grad nevnt av respondentene.

### **4.2.1 Ekskludering og aktivt eierskap**

#### *Kapitalforvaltere*

Ekskludering er den strategien for ansvarlige investeringer som ofte ligger til grunn i forvaltningen og som blir nevnt av alle kapitalforvalterne. I følge respondent 6, benyttes ekskludering fordi både kapitalforvalterne selv og kundene mener dette er en riktig form for strategi å benytte i utøvelsen av ansvarlige investeringer. Ekskludering av selskaper kan hindre at en potensiell avkastning blir påvirket av selskaper som bryter med kravene for ansvarlighet. I følge respondent 4, benyttes strategien også fordi den er mindre tid- og ressurskrevende sammenlignet med andre strategier for ansvarlige investeringer. I tillegg kan strategien ha en positiv effekt på selskapene. Selskaper må dokumentere ovenfor kapitalforvalteren hvordan de forholder seg til ansvarlighet i driften. Ved for eksempel mistanke om korrupsjon vil selskapet stå til ansvar for å komme med tilstrekkelig dokumentasjon på at dette ikke er tilfelle. Dersom selskapet ikke kan dokumentere dette, kan selskapet risikere å bli ekskludert fra kapitalforvalterens portefølje. Typisk ekskluderes også tobakk, atomvåpen og klasevåpen fra porteføljene. Kull og oljesand er to andre eksempler som siden 2013 i økende grad har blitt ekskludert (7). Norge benytter i liten grad eksklusjon sammenlignet med resten av verden og kan skyldes at det finnes få norske selskaper som driver med blant annet tobakk og atomvåpen (1). I følge kapitalforvalter 6 og 7 bør ekskludering være en siste utvei og aktivt eierskap bør

derfor utøves mer i forvaltningen. Slik respondent 2 legger frem, er aktivt eierskap en strategi hvor kapitalforvalteren kan tenke mer dynamisk og kan påvirke selskapene i riktig retning av ansvarlighet.

#### *Andre respondenter i finansmarkedet:*

I likhet med kapitalforvalterne, blir ekskludering beskrevet som en grunnplanke for utøvelse av ansvarlige investeringer (8). I følge respondent 9 og 13 er ikke formålet kun å sikre avkastning, men også å ivareta samfunnsmessige og miljømessige hensyn. For utøvelse av ekskludering tas det ofte utgangspunkt i eksklusjonslister som blir vurdert av bærekraftsteamene internt i finansforetaket (10, 12). I følge respondent 10 og 12 er Oljefondet sin eksklusjonsliste et viktig utgangspunkt. Videre mener respondent 9 og 12 at det har vært en økende trend i bruken av aktivt eierskap og fremlegger denne strategien som viktigere enn ren ekskludering. Kapitalforvalterne har mulighet til å påvirke selskaper gjennom aktivt eierskap, men det er hovedsakelig bærekraftsteamene som stemmer på generalforsamlingene (8, 10, 12). Det argumenteres også for at aktivt eierskap skaper dialog med selskapene, men at arbeidet kan være tidkrevende (8, 11). I følge respondent 8, kan en forklaring være at det kan ta tid å endre en bedriftskultur.

## **4.2.2 ESG-integrasjon**

### *Kapitalforvaltere*

Samtlige kapitalforvaltere vekter bokstavene i ESG ulikt. Unntaket er respondent 5 som mener at bokstavene er like viktige, men til ulik tid. Det typiske er at det er mest fokus på “G” og skyldes at “G” er den faktoren som har størst effekt på avkastningen (1, 3, 4, 6). I følge respondent 4 og 7, er det også et økende fokus på E i forvaltningen. I tillegg fremkommer det at “E” og “S” kan være vanskelig å definere og skille fra hverandre (1, 3, 6). Respondent 6 tydeliggjør også at “E” og “S” ikke har noe med “G” å gjøre. Videre forklarer respondent 6 at “G” siden 1800-tallet har vært viktig i aksjeforvaltningen og er derfor mer kjent for kapitalforvalterne. “E” og “S” er i varierende grad med i investeringsprosessene avhengig av hvilke selskaper som skal analyseres. Eksempel på en slik investeringsprosess er fundamental analyse hvor kapitalforvalteren innhenter, tolker og vurderer ESG-informasjon (1, 2). I følge respondent 1 og 2 er ESG-informasjon hovedsakelig kvalitativ informasjon som kan være utfordrende å samle inn. Det kan også være vanskelig å inkludere “E” i en fundamental analyse da tidshorizonten til klima er ekstrem lang (7). Respondent 7 mener også at “E”, “S” og “G” er

vanskelig å diversifisere vekk. Respondent 2 og 4 påpeker at markedet er vel så viktig å vektlegge som ESG.

Over halvparten av kapitalforvalterne presiserer tydelig at det må finnes en balansegang i hvordan ESG praktiseres for å unngå at ESG går på bekostning av avkastning (1, 2, 4, 5). Arbeidet med ESG kan ikke kreve mer tid og kostnader for kapitalforvalterne enn det vil gjøre for mulig avkastning (6). Arbeidet med ESG internt i selskapene burde heller ikke gå utover selskapene sin kontantstrøm (6). Et strengt fokus på ESG gjør at kapitalforvalterne også kan risikere å måtte ekskludere selskaper basert på årsaker som de ikke nødvendigvis er enig i (4). Et eksempel er når en kapitalforvalter må selge seg ut av et selskap med en potensiell god avkastning på kort sikt fordi en liten del av driften er relatert til kull eller våpen. Kapitalforvalteren må derfor avvike potensiell avkastning på kort sikt og velge det alternativet som gir best resultat totalt sett ved å hensynta risikoer som dette (5). Det vil være vanskelig å vite når eventuelt konsekvensen av denne risikoen vil fremkomme. Forvalteren velger derfor å holde seg unna selskapet, med mindre det er god grunn til å holde posisjonen (2).

#### *Andre respondenter i finansmarkedet:*

I følge de andre respondentene er “G” den faktoren som veier tyngst fordi det er her det foreligger mest dokumentert effekt på avkastningen (8). For å sikre tyngde og fart i feltet så må ESG integreres inn i ordinær fundamental analyse (8). Ved å integrere ESG-faktorene, samt finansielle faktorer, markedsfaktorer og regulative faktorer, vil kapitalforvalteren oppnå en balansegang i den fundamentale analysen (10).

I følge de andre respondentene er også klima (E) spesielt viktig nå og skyldes blant annet rapporten The Sustainability Accounting Standards Board publisert av Bloomberg (9, 13). Når klima i større grad blir standardisert, forventes det et sterkere fokus på vannbruk (E) og barnearbeid (S) i forvaltningen (9). Forklaringen på det er at det vil bli en økt tilgang på rapporter på “E” og “S” (8, 9). Tidligere har det foreligget et tynt forskningsmateriale og begrenset med sammenlignbar data på “E” og “S” (13). I følge respondent 13, har “E” og “S” tidsmessige vært i mindre fokus enn “G”. I følge respondent 9, er klima den faktoren som har størst påvirkning på markedet for øyeblikket. Slik respondent 8 fremlegger det, så er alle ESG-faktorene like viktig i dag og vektlegges derfor like mye av finansforetakets bærekraftsteam.

Utfordring med ESG-integrasjon skyldes et fokus på å skape avkastning på kort sikt i kapitalforvaltningen. I følge respondent 11 er tidsperspektivet den største utfordringen for kapitalforvalteren når det kommer til integreringen av bærekraft. Med en langsiktig investeringshorisont vil kapitalforvalteren i større grad etterspørre ESG selv. Respondent 11 fremlegger at finansforetaket allerede har sett en positiv effekt av en langsiktig investeringshorisont. Videre mener respondent 9 og 11 at ESG-integrasjon kan være utfordrende fordi gevinsten som regel oppstår på lang sikt. Klima er et eksempel på en langsiktig faktor som gjør kortsiktig avkastning utfordrende. For å skifte fokuset fra et kortsiktig perspektiv til et mer langsiktig perspektiv, er det derfor viktig at også den sosiale avkastningen kommer i fokus (9). Ved å ta hensyn til alle de tre ESG-faktorene samtidig, vil det derfor lette på kravene om en kortsiktig finansiell avkastning og et langsiktig fokus vil bli tatt mer i bruk i forvaltningen (9, 11). I følge respondent 13, vil kapitalforvalteren da i større grad kunne forstå sammenhengen mellom risiko og avkastning.

Respondentene fremlegger ekskludering, aktivt eierskap og ESG-integrasjon som de tre mest brukte strategiene for ansvarlige investeringer. Spesielt trekkes ekskludering frem av respondentene som en vanlig måte å utøve ansvarlig investeringer på, selv om aktivt eierskap legges frem som en fornuftig strategi å benytte på lang sikt. ESG-integrasjon blir benyttet av kapitalforvalterne, men strategien kan være utfordrende å utøve. Det skyldes at “G” i stor grad knyttes til avkastning på kort sikt og at “E” og “S” er langsiktige risikofaktorer som vil slå ut på avkastningen på lang sikt.

### **4.3 Variasjon i utøvelsen av ansvarlige investeringer**

Beslutningsgrunnlaget og beslutningsprosessen til kapitalforvalteren påvirker hvordan ansvarlige investeringer blir utøvet. Vi ser at det kan foreligge fire grunner til variasjon i utøvelsen av ansvarlige investeringer i kapitalforvaltningen: “tilgang på ressurser”, “type sektor og reguleringer i samfunnet”, “aktiv og passiv forvaltning” og “talking av informasjon”. De fire grunnene til variasjon viser at kapitalforvalterne forener bærekraft og finans ulikt i kapitalforvaltningen. Slik vi antar i studiens introduksjonskapittel, kan mangel på informasjon og subjektivitet være forklaringer på at disse fire variasjonene oppstår.

### 4.3.1 Tilgang på ressurser

#### *Kapitalforvaltere*

Finansforetakets størrelse har innvirkning på foretakets ressurstilgang. Store finansforetak som Nordea, Storebrand og KLP har gjerne store ESG-team og forvalter store selskaper i porteføljen. I følge respondent 1 og 2, har kapitalforvalteren dermed en stor tilgang på ressurser til fordel for utøvelse av ansvarlighet. Finansforetakets størrelse gir også stor beslutningskraft i markedet og har derfor makt til å påvirke i riktig retning av “E”, “S” og “G” (2, 3, 6).

Det kommer tydelig frem av alle kapitalforvalterne, bortsett fra respondent 6, at kapitalforvalterne har egne ESG-team eller bærekrafts-team i ryggen som legger premissene for forvaltningen. Teamene forsyner kapitalforvalterne med nødvendig informasjon som de kan bruke i beslutningstakingen, spesielt til kapitalforvaltere på store og globale selskaper. Teamene har også mulighet til å overstyre kapitalforvalterens beslutninger om det er nødvendig. I følge respondent 3 har finansforetaket også et eget Responsible Investment-team som nøye kontrollere og følger opp ordre som legges inn for å sikre at finansforetakets retningslinjer blir overholdt. Interne Asset Management team benyttes også av kapitalforvalterne for å komme i dialog med selskapene hvis det er behov for det (1). Asset Management teamet jobber konkret med selskapene for å påvirke dem i retning av ansvarlighet. Kapitalforvalterne kan i tillegg ta kontakt med disse teamene hvis det er noe de mener bør undersøkes ytterligere i ESG-analysen eller dersom det skulle oppstå en interessekonflikt (3). Eksempel på dette kan være mistanke om selskap som bryter med ESG-kravene eller at media er uenig i hvilke selskaper som bør ekskluderes. Et av finansforetakene legger også til grunn en minimumsstandard for å sikre at ansvarlige investeringer praktiseres i forvaltningen (7).

ESG-analyser blir ofte utført av eksterne leverandører som Bloomberg og MSCI. I følge respondent 6, er en utfordring i kapitalforvaltningen at verktøy og informasjon som finnes rundt ESG er ganske tynt. De eksterne analyseverktøyene kan derfor gi en forenklet og mangelfull analyse til kapitalforvalterne (6). Kapitalforvalteren må da i tillegg utføre egne ESG-analyser og samle inn kvalitativ data gjennom tett dialog med selskapene. Mangel på verktøy og informasjon gjelder spesielt på mindre selskaper og selskaper i det norske markedet. Til tross for at kapitalforvalteren har tilgang til eksterne leverandører, så vil ESG analysen alltid være subjektiv (6).

I følge respondent 6, er kommunikasjon finansforetakets viktigste verktøy. Kommunikasjon utad i media og internt i finansforetaket er ofte omtalt av kapitalforvalterne. Media og journalister er også viktige ressurser for kapitalforvalteren. Forklaringen på det kan være at media og journalister gransker selskapsinformasjon i større grad enn hva kapitalforvalteren har mulighet til (4, 5). Eksempel på det kan være å undersøke om det faktisk stemmer at selskapet ikke driver med barnearbeid eller har dårlige arbeidsforhold. Slik uetisk behandling av ansatte vil fort bli oppdaget av media og vil være viktig informasjon som kapitalforvalteren kan bruke ved analyse av selskapet. På en annen side, kan media sin avsløring av slik uetisk atferd ha negativ innvirkning på finansforetaket dersom selskapet allerede finnes i porteføljen. Finansforetaket kan bli fremstilt som uansvarlige fordi atferden ble oppdaget for sent, altså etter at media oppdaget den uetiske atferden (1, 4, 7).

Hvor mye ressurser selskapene legger i profilering og markedsføring av deres arbeid med ansvarlighet varierer. Dyktige ressurspersoner innenfor tematikken gjør at et selskap kan fremstå som bedre på ansvarlighet sammenlignet med andre selskaper, selv om de nødvendigvis ikke er det. Kapitalforvalter 1 og 2 påpeker derfor at det kan være vanskelig å skille ut de selskapene som faktisk gjør det bra på ESG. Dette blir ytterligere nevnt i empiridel 4 - *konsekvenser ved at ESG ikke er standardisert*.

### **4.3.2 Type sektor og reguleringer i samfunnet**

#### *Kapitalforvaltere*

I følge respondent 2, er Norge et velfungerende land med et gjennomregulert arbeidsmarked og et godt sikkerhetsnett. Slik respondent 2 legger frem, vil det skille Norge fra land som er mindre regulerte. Det foreligger juridiske krav og rammer som gjør at norske selskaper, finansforetak og kapitalforvaltere i liten grad kan avvike ansvarlighet (3, 4, 6). I følge respondent 2 og 4, er kontroversielle sektorer, som olje og gass, i stor grad regulert av myndighetene. Strenge reguleringer sikrer en høy score på ESG-faktorene hos selskapene og kapitalforvalteren har derfor mindre grunn til bekymring. Strenge reguleringer kan også gi større konsekvenser dersom det skulle vise seg at selskapene bryter med reguleringene. Til tross for at Norge er velregulert kan "G" være en utfordring, spesielt i små norske selskaper som gründer-selskaper og familiebedrifter (2). Land med mindre strenge reguleringer derimot, tenderer til flere brudd på både "E", "S" og "G". Det krever at kapitalforvalterne utfører mer omfattende ESG-analyser hos selskaper lokalisert i mindre utviklede land. Fisk- og akvakultur sektoren er også sterkt regulert med tanke på miljø (E) hvor strenge miljøkrav i sektoren vil slå ut på selskapene sin

bunnlinje. Derfor må kapitalforvalterne selv hente inn store mengder selskaps- og miljøspesifikk data, som for eksempel lusedata. I følge respondent 4, er dette en sektor som i liten grad dekkes av eksterne analyseverktøy som MSCI og Bloomberg (4).

### **4.3.3 Aktiv og passiv forvaltning**

#### *Kapitalforvaltere*

En annen variasjon er knyttet til aktiv og passiv forvaltning. Indeksforvaltning er et eksempel på passiv forvaltning og handler om å replikere en indeks på en billigst mulig måte. Bunnlinjen i indeksforvaltning er å holde forvaltningskostnaden så lav som mulig. I aktiv forvaltning forventes det at kapitalforvalteren skal slå indeksen ved å velge de selskapene som de mener vil gjøre det best. Kostnadene er også viktig ved aktiv forvaltning, men i mindre grad (6). Variasjon på nasjonalt nivå kan også være at kapitalforvaltere på obligasjonssiden ikke trenger å følge ESG-retningslinjene på samme måte som kapitalforvaltere på aksjesiden. De har heller ikke mulighet til å delta på generalforsamlinger eller påvirke selskapene i like stor grad som kapitalforvalterne på aksjesiden (3).

#### *Andre respondenter i finansmarkedet:*

Kapitalforvaltere som benytter seg av aktiv forvaltning bruker store deler av tiden på fundamentale analyser og til å kjenne selskapene godt (8). I følge respondent 8, vil kapitalforvaltere som benytter indeksforvaltning, i mindre grad ha en god dialog med investeringsselskapene. Slik respondent 10 forklarer, så skyldes det at indeksforvaltere må følge strengere standarder og har derfor liten grad av frihet i forvaltningen. I motsetning til indeksforvaltere, har kapitalforvaltere som benytter seg av aktiv forvaltning en større grad av frihet, de tar aktive posisjoner og gjør egne vurderinger (10).

### **4.3.4 Tolkning av informasjon**

#### *Kapitalforvaltere*

Hvordan kapitalforvalterne priser risikoer knyttet til ESG, avhenger hvordan den enkelte kapitalforvalter tolker informasjonen som foreligger i markedet. I følge kapitalforvalterne er ESG et tema som vil prege markedet på både kort og lang sikt, men at det foreligger variasjon i hvordan dette blir hensyntatt i kapitalforvaltningen. Dersom ESG vil forbli et viktig tema for alltid, vil det bli priset inn i aksjene i dag (6). På den ene siden, kan det være risiko for en mulig overprising i markedet. I sammenheng med en økende trend på bærekraft stiller en respondent spørsmål rundt hvor mye overprising det kan være i tematikken (6). Et eksempel kan være

miljøfokuserte selskaper som er feil priset inn i dag. Miljø er et tema som åpenbart vil leve lenge og en konsekvens kan derfor være at disse selskapene er overvurdert i dag (1, 6). På en annen side, kan miljøfokuserte selskaper være undervurdert i dag med tanke på den fremtidige lønnsomheten ESG kan gi. I følge respondent 7, forventes det at markedet vil få større kunnskap om bærekraft i fremtiden og dermed i større grad etterspørre en god ESG-profil. Videre har ESG en langsiktig tidshorisont og det kan være utfordrende for kapitalforvalteren å predikere selskapets utvikling og identifisere eventuelle risikoer som kan foreligge i fremtiden. Derfor kan ESG være vanskelig å integrere i forvaltningen på kort sikt (7).

#### *Andre respondenter i finansmarkedet:*

I følge respondent (9) er rollen til finansforetaket å prise risiko korrekt. Markedet priser til enhver tid inn all tilgjengelig informasjon og kunnskap som foreligger i markedet (13). Hvordan informasjon prises inn, avhenger at den enkelte kapitalforvalteres forståelse av markedet (12).

Kapitalforvalterens tilgang til informasjon og hvordan den enkelte kapitalforvalter tolker informasjon, påvirker hvordan ansvarlige investeringer blir utøvet. Det foreligger også varierende behov for informasjon hos kapitalforvalterne, avhengig av forvaltningstype, sektor og reguleringer i samfunnet.

## **4.4 Konsekvenser ved utøvelsen av ansvarlige investeringer**

Siste delen av empirien legger frem tre konsekvenser ved utøvelse av ansvarlige investeringer: “effekt på kapitalforvaltermiljøet”, “dilemma og interessekonflikt” og “mangel på standardisert”. Disse konsekvensene kan begrense muligheten for at bærekraft og finans kan forenes.

### **4.4.1 Effekt på kapitalforvaltermiljøet**

#### *Kapitalforvaltere*

Oljefondet påvirker kapitalforvalternes praktisering av ansvarlige investeringer, både positivt og negativt. Fordelen er at Oljefondet blir sett på som et forbilde og gir klare retningslinjer til kapitalforvaltermiljøet. Ulempen kan være et økt press på finansforetak og kapitalforvalterne, hvor det kan foreligge liten frihet til å avvike Oljefondets retningslinjer uten negativt medieoppslag. Konsekvensen av det kan være at finansforetaket og kapitalforvalterne i mindre



grad tester ut og gjør egne vurderinger i henhold til ansvarlige investeringer (1, 5). Videre mener respondent 1 at det kan føre til redusert interesse og en lavere indre motivasjon til å fokusere på ESG hos kapitalforvalterne. Det er viktig å skape diskusjon og engasjement rundt tematikken og ikke bare følge Norges Bank sin forvaltning av Oljefondet. I følge respondent 5 kan en konsekvens av å ikke skape diskusjon og engasjement, være at Oljefondet blir fasiten på hvordan ansvarlige investering skal praktiseres.

Flere kapitalforvaltere mener at en tøff ESG-profil kan føre til konflikt mellom ESG og avkastning (1, 2, 5). Strengere krav til utøvelse av “E”, “S” og “G” i forvaltningen kan redusere andelen investerbare selskaper (4). En konsekvens kan dermed være at kapitalforvalteren må gi fra seg potensiell avkastning, fordi det teoretisk sett kan redusere mulighetene for risikodiversifisering (7). Indeksfond sin avkastning kan avvike fra indeksen på grunn av eksklusjonslister som må følges (6). I følge respondent 7 vil effekten på avkastningen i praksis være så neglisjerbar at det ikke har noe påvirkning på porteføljens avkastning. Ved behov for å ekskludere selskaper vil de alternative selskapene kapitalforvalteren velger å investere i være viktig for porteføljens avkastning (7).

#### *Andre respondenter i finansmarkedet:*

For å forhindre redusert innovasjon i kapitalforvaltningen må finansforetaket tilrettelegge ved å allokere midler og opprettholde budsjettposter som går på innovasjon og utvikling (8).

Respondent 13 støtter opp under kapitalforvalterens forklaring på at også diskusjon og engasjement er viktig. På den måten kan innovasjon, mangfold og konkurranse skapes og være til fordel for utøvelsen av bærekraft i kapitalforvaltningen (13).

### **4.4.2 Dilemma og interessekonflikt**

#### *Kapitalforvaltere*

Vil det være riktig å selge seg ut av et kullselskap dersom konsekvensen for samfunnet blir stor? Et eksempel kan være nedleggelse av kullselskaper som kan skape konsekvenser for land som er avhengig av kullindustrien. India er et eksempel på et slikt land hvor nedleggelse av kull over natten vil gå utover befolkningens tilgang på mat og varme. I Norge er det typisk å tenke at finansforetak som ekskluderer kull, er veldig flinke på miljø (6). Fokus på ESG skaper derfor et dilemma hvor en bedre løsning faktisk kan være å forvalte kullselskaper i porteføljen. Slik respondent 1 fremlegger, kan kapitalforvalteren på den måten påvirke kullselskapet i

retning av redusert utslipp og bidra til at selskapet blir mer miljøvennlig på sikt. Dette kan ta lang tid, men kan utgjøre en stor forskjell i lengden.

Kapitalforvaltere og finansforetak som velger å ekskludere olje fullt ut blir typisk applaudert av media og kunder. I følge respondent 1 kan samfunnets reaksjon skyldes manglende innsikt og forståelse av helheten i miljøproblematikken (1). Sett fra et annet perspektiv, er heller ikke dette nødvendigvis den riktige måten å utfase oljen på. Som respondent 6 legger frem, er olje en viktig energikilde og vi kan derfor ikke kreve at samfunnet umiddelbart skal slutte å bruke olje. Det finansforetakene kan gjøre er å påvirke oljeselskap i riktig retning ved å sette strengere krav til et fokus på miljø. Oljeselskapet kan integrere et sterkt fokus på miljø ved å redusere forbruket av olje eller finne olje på en mer miljøvennlig måte. Å se det store bilde i dag kan være dyrt, men det er en formening om at det vil skape verdier på lang sikt (6).

Media, aktivister, journalister og myndigheter er med på å skape et press i finansmarkedet som gjør at finansforetak delvis blir tvunget til å ekskludere potensielle lønnsomme selskaper (5). Kapitalforvaltere vil alltid ha et stort press på seg til å skape avkastning, samtidig som det i senere tid har blitt et økende press på utøvelse av ansvarlige investeringer. Dette er tilsynelatende to motstridende former for press som kapitalforvalteren kan stå ovenfor og som kan resultere i en interessekonflikt (2, 7).

#### *Andre respondenter i finansmarkedet:*

I følge respondent 9 har ikke media fullstendig kunnskap om ansvarlige investeringer og dermed blir det i liten grad dekket. Media fokuserer hovedsakelig på ekskludering og har i liten grad forstått at finansforetakene også kan utøve aktivt eierskap som strategi for ansvarlige investeringer (9). Respondent 12 legger også frem Oljefondet som en viktig pådriver for ansvarlig investeringer, men legger til at en slik pådriver kan skape utfordringer for finansforetaket. Dersom finansforetaket investerer i selskaper som er på Oljefondets eksklusjonsliste er det dermed en større sannsynlighet for at finansforetaket blir hengt ut i media. I følge respondent 12 betyr det ikke at Oljefondet nødvendigvis er bedre på ansvarlige investeringer, men kun har en annen tilnærming. Respondenten påpeker også at det er viktig å stå for sine valg og kunne begrunne dem godt.

### 4.4.3 Mangel på standardisering

#### *Kapitalforvaltere*

Manglende standardisering av ESG gjør det utfordrende for kapitalforvalterne å tolke ESG-analyser. Et eksempel er Equinor som i media blir sett på som en versting fordi de blant annet tjener penger på ren olje. Allikevel får energiselskapet den aller beste ratingen hos de eksterne analyse-leverandørene. Store selskaper, slik som Equinor, har en tendens til å få bedre ratinger, fordi de har flere ressurspersoner tilgjengelig i selskapet. God tilgang på ressurser gjør at selskapet i større grad kan gi de “riktige beskrivelsene” av hvordan de utøver bærekraft. Dermed vil disse selskapene score bedre på ESG enn konkurrenter på markedet, selv om de ikke nødvendigvis gjør det (1, 2). Manglende standardisering gjør at kapitalforvalteren også må benytte seg av subjektive vurderinger i tolkningen av ESG-analysene (2). Slik respondent 1 og 2 påpeker det, kan det også være vanskelig å skille ut de selskapene som faktisk gjør det bra på ESG. Kapitalforvalterne er enige om at de må legge ned mye tid og ressurser i analysearbeidet (1-7). Videre er fokuset på ESG og bærekraft mest forankret i toppledelsen og i mindre grad hos lederne nærmest kapitalforvalterne, som i hovedsak er mest opptatt av avkastning. I følge respondent 2 og 3, vil liten grad av standardisering derfor gjøre det vanskelig for toppledelsen å følge opp mellomlederne og kapitalforvalternes praktisering av ESG underveis.

#### *Andre respondenter i finansmarkedet:*

Liten grad av standardisering gjøre at kapitalforvaltere må bruke mye tid og kostnader i utøvelsen av ESG. Slik respondent 8 legger det frem, forventes det et sterkere fokus på hvordan kapitalforvaltere utøver ESG i fremtiden og at ESG vil bli en naturlig del av forvaltningen. Det vil også bli viktigere å kommunisere ut til samfunnet hvor viktig ansvarlige investeringer er og hvorfor det utøves (8). Videre er bærekraft i liten grad klart definert og det foreligger få sammenlignbare mål som kapitalforvalteren kan ta utgangspunkt i (9). I følge respondent 9 er det heller ingen internasjonale rammeverk for hvordan ansvarlige investeringer skal utøves. Et eksempel på det er at Norge og Kina har ulike rammeverk for hva grønne investeringer innebærer (9). Mangel på standardisering og en begrenset definisjon av bærekraft kan derfor gjøre det mer utfordrende for kapitalforvaltere å utøve ansvarlige investeringer fullt ut (8).

Ifølge respondent 13, kan en konsekvens av mangel på standardisering være greenwashing. Greenwashing kan føre til feilinformering til kunder og kapitalforvaltere (13). Typisk benyttes greenwashing av selskaper med god tilgang på ressurser, men som har behov for å fremstille seg selv som mer miljøbevisste enn virkelig praksis (13). En annen konsekvens av mangel på

standardisering, er at forskjellige analyse-leverandører vurderer og tolker ESG-informasjon ulikt. Det kan også foreligge ulik informasjon om selskapene i markedet som leverandørene tar utgangspunkt i. I følge respondent 10 må kapitalforvalteren derfor aktivt undersøke hva som ligger til grunn i analysene hos de ulike analyse-leverandørene.

Det er enighet blant respondentene om at en standardisering må til for å enklere sammenligne utøvelsen av ansvarlige investeringer hos finansforetak på tvers av landegrensene (13). Allikevel argumenteres det for at det ikke bør være for mange begrensninger i kapitalforvaltningen (8). Respondent 8 presiserer at kapitalforvaltning er en hårfin metodikk som avhenger av en viss grad av fleksibilitet.

I følge respondentene fører ansvarlige investeringer med seg positive konsekvenser, men ser også at det kan føre med seg uforventede negative konsekvenser. Sterke pådrivere i markedet og media kan skape dilemmaer og interessekonflikter som kan føre med seg slike uventede konsekvenser.

#### **4.5 Tidsperspektiv og framtidssutsikter**

I denne delen fremlegges kapitalforvalternes formening om tidsperspektiv og framtidssutsikter.

##### *Kapitalforvalter 1*

Fokuset på bærekraft og ansvarlige investeringer har økt over tid. Det er de siste fem årene at bærekraft og ansvarlige investeringer har blitt veldig viktig. For 20 år siden var det lite fokus, men helt siden 1990-tallet har gambling-selskaper vært unngått. På sikt vil det bli flere valgmuligheter for kunden, det vil bli fokus på økt åpenhet i kapitalforvaltningen og mer impact investing. Kapitalforvalterne vil også bli mer bevisst i hvordan de arbeider med tematikken.

##### *Kapitalforvalter 2*

For 7-9 år siden var trade-off mellom ESG og avkastning større enn den er i dag. På sikt forventes det å bli mer raffinerte analyseprosesser, markedet vil bli bedre dekket med informasjon, det vil bli flere eksterne samarbeidspartnere i markedet og det vil bli lettere å avsløre finansforetak som markedsfører for ESG praksis som ikke er reell. Spesielt vil media

spille en rolle i avsløringen av uriktig markedsføring om ESG praksis. Til slutt vil karbonfritt og fossilfritt få et økt fokus i markedet.

### *Kapitalforvalter 3*

I markedet har det vært et fokus på ansvarlige investeringer og ESG hele tiden, men det er de siste fem årene hvor det virkelig har blitt praktisert. Fokuset er i dag størst hos konsernledelsen i finansforetakene. ESG-teamene og teamene på ansvarlige investeringer blir stadig større, noe som er positivt for utøvelsen av ansvarlige investeringer. ESG er og vil forbli en hygienefaktor som alle selskap og finansforetak må fokusere på.

### *Kapitalforvalter 4*

Tidligere ble ESG og impact investing sett på som mindre lønnsomt. I dag trenger ikke ESG å gå på bekostningen av avkastningen og er en av flere grunner til at flere og bedre produkter i finansmarkedet har kommet på banen. Utøvelsen av bærekraft i finansmarkedet vil bli enda viktigere i fremtiden, noe som kan skyldes medias påvirkning på markedet. I tillegg vil det bli større tilgang på data, utarbeidet og publisert av selskaper. Dette vil for eksempel være bærekraftsrapporter kapitalforvalterne kan ta i bruk.

### *Kapitalforvalter 5*

Ansvarlige investeringer og ESG har vært til stede i mange år (20-25 år), men de reelle endringene innenfor kapitalforvaltningen har ikke skjedd før i nyere tid. Det har blitt et økt fokus på ansvarlige investeringer og ESG gjennom hele finansforetaket og det foreligger strengere krav til dokumentasjon. Kravene stilles både til kapitalforvalterne og til selskapene som kapitalforvalterne investerer i. Ansvarlige investeringer vil ikke være en forbigående trend.

### *Kapitalforvalter 6*

Kapitalforvaltere har siden 1800-tallet vært opptatt av "G". I dag utgjør "G" enda mer, i den forstand at kapitalforvalteren kan være med på å påvirke styret i selskapene for økt verdiskapning. I tillegg har miljøutfordringene i større grad blitt mer viktig i dag enn det de var for 10-15 år siden. På sikt vil det bli lettere å påvirke selskapene i riktig retning og å samle inn selskapsinformasjon. Media er en forklaring på større tilgang til selskapsinformasjon i fremtiden.

### *Kapitalforvalter 7*

Et kraftig økende fokus på ansvarlige investeringer og ESG gjør at kundene stiller mer krav til kapitalforvalterne i dag enn før. Det er også et økt fokus på ansvarlige investeringer og ESG internasjonalt. På sikt vil det bli flere reguleringer og lovverk som gjør det påbudt å fokusere på ESG. Det vil også bli enda viktigere å integrere ESG i kapitalforvalterrollen for å unngå at ESG og kapitalforvaltning blir to separate prosesser.

## **4.6 Oppsummering av empiri**

Empirien viser at det er mulig å forene bærekraft og finans. Vi ser dette på bakgrunn av de fem driverne presentert i del 1. Videre ser vi at strategiene for utøvelsen av ansvarlig investeringer, som er presentert i del 2, understreker at det er mulig å forene bærekraft og finans. Slik det blir presentert i del 3 og del 4, foreligger det variasjoner og konsekvenser ved utøvelsen av ansvarlige investeringer som gjør det utfordrende å forene de to hensynene.

## **5.0 Analyse**

Formålet med dette kapitlet er å koble studiens empiriske funn med det teoretiske rammeverket for å svare på studiens forskningsspørsmål. I likhet med empirien er også analysen delt inn i fire hoveddeler med utgangspunkt i forskningsspørsmålene sine fire overordnede overskrifter. Vi har her valgt å ikke dele inn respondentene ytterligere slik som vi gjorde i empirien. I denne delen er derfor “kapitalforvaltere” og “andre respondenter i finansmarkedet” samlet sammen under hver enkelt del.

### **5.1 Drivere for ansvarlige investeringer**

I denne delen presenterer vi de fem drivkreftene for utøvelsen av ansvarlige investeringer og kobler de til bærekraftteori og finansteori. Formålet er å forklare hvorfor kapitalforvalteren utøver ansvarlige investeringer i forvaltningen. Vi benytter Bærekraftsprinsipper som FNs bærekraftsmål, Parisavtalen, strategier for ansvarlige investeringer, PRI og Oljefondet. Videre vil vi benytte finansteori hvor det finansielle systemet, finansmarkedet, fundamental analyse og risikoaversjon trekkes frem. Bærekraftsprinsippene beskriver hovedsakelig bakenforliggende drivere, mens finansteorien benyttes til å begrunne hvorfor kapitalforvalteren fremlegger de identifiserte drivkreftene. For å underbygge drivkreftene, benyttes også økonomifagets litteratur på bærekraft hvor Elkington (1997) og Porter og Kramer (2011) er relevante.

#### **5.1.1 Forventet langsiktig avkastning**

Forventet langsiktig avkastning blir fremstilt som den mest sentrale og viktigste grunnen for utøvelsen av ansvarlig investeringer. Dette samsvarer med studiene utført av Amel-Zadeh og Serafeim (2017) og PRI (2018) som viser at ESG vil gi meravkastning på lang sikt. På bakgrunn av økt dokumentasjon i markedet foreligger det ikke en like stor trade-off mellom avkastning og ESG som tidligere. Kapitalforvalterne ser med det at et fokus på ESG nødvendigvis ikke går på bekostning av avkastning. Finansdepartementet støtter også at ESG vil gi meravkastning på lang sikt og argumenterer for at ansvarlige investeringer er nødvendig for Oljefondets fremtidige vekst (Norges Bank Investment Management, 2016). En annen forklaring på at ESG vil gi meravkastning på lang sikt, er at ESG vil bli en nødvendighet for selskaper å fokusere på dersom de skal kunne eksistere i fremtiden. En siste forklaring er at ESG ikke kun gir en finansiell avkastning, men også en sosial avkastning som vil gagne samfunnet. Lønnsomheten og nødvendigheten med ESG forklarer hvorfor kapitalforvalteren utøver ansvarlige investeringer og dermed hensyntar det i sin fundamentale analyse. Selskap som forventes å

gjøre det bra på ESG i fremtiden, vil bli tilordnet en høyere verdi og dermed inkluderes i kapitalforvalterens portefølje (Bodie et al., 2009).

Etterspørselen etter ansvarlige investeringer har også økt fordi samfunnet i større grad ser at det er viktig og lønnsomt på lang sikt. Dette underbygges for eksempel av skiftet i reguleringene for de engelske kapitalforvalterne. Forvaltningen i England har et langt mer langsiktig perspektiv nå, sammenlignet med før skiftet (Morales et al., 2017).

### **5.1.2 Identifisering av mulig risiko**

Den andre grunnen for utøvelse av ansvarlige investeringer er å identifisere mulig risiko.

I følge Bodie et al. (2009) vektlegger kapitalforvalteren risiko i like stor grad som avkastning. Sammenhengen mellom risiko og avkastning er også essensiell og må derfor prises inn i en fundamental analyse (Bodie et al., 2009). I en fundamental analyse vil risikofaktorer ha innvirkning på den verdien kapitalforvalteren tilordner selskapet (Bodie et al., 2009). Identifisering av mulig risiko kan redusere sannsynligheten for negative innvirkningene på porteføljen, samt gi muligheter som kapitalforvalteren kan dra nytte av (Bodie et al., 2009). Eksempel på dette er identifisering av klimarisiko. Tidlig identifisering vil gi kapitalforvalteren mulighet til å ekskludere selskapet før en uheldig hendelse inntreffer. En uheldig hendelse kan være en rettssak eller negativ omtale i media som en konsekvens av at selskapet ikke har hensyntatt klima i stor nok grad. Negativ omtale kan fremstille selskapet i et dårlig lys og dermed reduserer selskapsverdien. Dersom kapitalforvalteren velger å ikke ekskludere et slikt selskap fra porteføljen, kan det påvirke kapitalforvalterens omdømme og færre kunder ønsker å plassere kapitalen sin i porteføljen til kapitalforvalteren. Et annet eksempel er politisk risiko hvor land bryter med internasjonale initiativer, slik som når USA trakk seg ut av Parisavtalen. Dette påvirker den internasjonale politikken og kan ha en innvirkning på kapitalforvaltningen. Fordelen med å identifisere risikofaktorene er at kapitalforvalteren strategisk kan forstå den fremtidige situasjonen bedre og dermed utøve ansvarlighet i forvaltningen.

### **5.1.3 Kunder, eiere og media**

Etterfulgt av langsiktig avkastning og identifisering av risiko er kunder, eiere og media viktige drivere for utøvelse av ansvarlige investeringer. I følge Porter og Kramer (2011) vil etterspørselen etter varer og tjenester som tilfredsstillende sosiale behov øke i fremtiden. Wood og Hoff (2007) argumenterer også for at kapitalforvalteren har både en finansiell og sosial rolle



i kapitalforvaltningen. På bakgrunn av dette har kapitalforvalterne et ansvar for å forvalte pengene på en finansiell og ansvarlig måte med hensyn til interessentene.

Videre er media en driver som skaper økt etterspørsel etter ansvarlige investeringer og påvirker kundenes oppfatning av hva ansvarlige investeringer er. Media er også en forklaring på at flere selskaper velger å integrere ESG i større grad (Brown og Deegan, 1998). Media har en påvirkningskraft i samfunnet og en evne til å informere og distribuere informasjon til et bredt spekter av mennesker (Brown og Deegan, 1998). Det er allikevel interessant å se at kundenes etterspørsel etter ansvarlighet ikke er like stor som media fremstiller det. En forklaring på det kan være at kundene er skeptiske overfor tematikken fordi de ikke forstår hvilke fordeler ansvarlige investeringer bringer med seg. En annen forklaring kan være at de er redde for å glipp av potensiell avkastning og vektlegger redusert risiko fremfor gevinst slik teorien om risikoaversjon beskriver (Bodie et al., 2009).

I følge respondentene er ansvarlige investeringer kundedrevet og derfor vil etterspørselen hos kundene være viktig i forvaltningen. Dette underbygges av en studie som viser at 80% av kapitalforvaltere integrerer ESG-faktorene i kapitalforvalterne på grunn av etterspørsel hos kundene (US Social Investment Forum, 2014). I takt med økende etterspørsel hos kunder og eiere (Porter og Kramer, 2011; United Nations Development Programme, 2016) er det derfor nødvendig at kapitalforvalteren utøver ansvarlighet i kapitalforvaltningen slik at tilliten til kunder og eiere opprettholdes. Økt etterspørsel etter ansvarlighet samsvarer med Elkington (1997) sin antakelse om at det vil skje endringer i menneskelige og sosiale verdier.

Ifølge Elkington (1997) er tillit mellom samfunnsaktørene viktig for en bærekraftig utvikling. Edelmans tillitsbarometer (2018) viser at finansmarkedet er det markedet som samfunnet har minst tillit til. Kapitalforvalteren er avhengig av tilførsel av kapital til porteføljen for å forvalte kapital på en finansiell ansvarlig måte. Blir tilliten svekket kan kundene trekke seg ut og mindre kapital vil bli tilgjengelig til forvaltning. I følge Elkington (1997) kan tillit bygd på utøvelse av bærekraft, skape konkurransefordeler for selskapet. Derfor er det viktig at finansforetakene opprettholder tilliten til sine kunder slik at de ikke velger konkurrerende finansforetak. Slik Elkington (1997) presenterer i de syv bærekraftige revolusjonene, vil økt konkurranse i markedet føre med seg utfordringer som gjør det nødvendig for finansforetakene å integrere økonomiske, sosiale og miljømessige hensyn. Reinchheld (1996) sier også at et brudd på tillit kan ødelegge selskapets vekst, produktivitet og lønnsomhet. Kapitalforvaltere må derfor

hensynta kundene og eierne sine interesser for å opprettholde og styrke tilliten deres, samt bidra til en bærekraftig utvikling slik Elkington (1997) argumenterer for. I tillegg vil en slik ivaretagelse av kunder og eiere sine interesser bidra til økonomisk vekst og stabilitet i finansmarkedet, samt skape robusthet i finansforetaket. Dette vil videre beskytte både økonomien og samfunnet fra uforutsette finansielle situasjoner (Finanstilsynet, 2016; Hubbard & O'Brien, 2012; Mishkin & Eakins, 2012).

#### **5.1.4 Pådrivere og initiativer**

Pådrivere og initiativer forklarer også kapitalforvalterens utøvelse av ansvarlige investeringer. Oljefondet er et eksempel på en pådriver og beskrives som en gullstandard for hvordan ansvarlige investeringer bør utøves av de norske finansforetakene. Oljefondet sikter mot beste praksis i forvaltningen ved å ivareta miljømessige og sosiale hensyn innenfor sine områder (Finansdepartementet, 2008). Oljefondet legger til grunn to etiske forpliktelser i utøvelsen av ansvarlige investeringer som vi ser samsvarer med kapitalforvalternes begrunnelse for hvorfor ansvarlige investeringer utøves. Den første forpliktelsen handler om å få en god langsiktig avkastning, slik vi diskuterer under *«forventet langsiktige avkastning og identifisering av mulig risiko»* ovenfor. Den andre forpliktelsen handler om å unngå investeringer som kan medføre at fondet direkte eller indirekte er medskyldig i grove eller etiske brudd. For å unngå slike situasjoner benytter kapitalforvalteren seg av ulike strategier for ansvarlige investeringer.

PRI er et ledende internasjonalt initiativ som støttes opp av FN med fokus på finansforetakenes utøvelse av bærekraft og samfunnsansvar. PRI har utarbeidet seks prinsipper for utøvelse av ansvarlige investeringer (UNPRI, 2018). Finansforetakene som kapitalforvalterne tilhører har signert disse prinsippene og dermed forplikter kapitalforvalteren å følge dem (UNEP FI, 2016; Eurosif, 2014; UNPRI, 2018). I tillegg til PRI er også Parisavtalen et viktig initiativ som legger klare rammer og forventninger til utøvelse ansvarlige investeringer. Parisavtalen blir omtalt som et felles prosjekt for integrering av bærekraft i næringslivet. FNs 17 bærekraftsmål er også et viktig utgangspunkt for utøvelse av bærekraft i finansforetakene. Bærekraftsmålene blir ikke direkte koblet opp mot kapitalforvalterens utøvelse av bærekraft, men fremkommer som et viktig utgangspunkt for bærekraft i kapitalforvaltningen gjennom finansforetakenes offentlige dokumenter.

Empirien viser også at signering av slike initiativ vil føre med seg positive effekter i markedet. Slike positive effekter underbygges av en studie trukket frem av Elkington (1997). Studien fant

at selskap som signerte et initiativ om energieffektivisering forbedret energiforbruket med 20% i perioden 1989-2000. Et samarbeid mellom samfunnsaktører, kan derfor være svært lønnsomt (Elkington, 1997).

### **5.1.5 Interne krefter i finansforetaket og kapitalforvalternes indre motivasjon**

Den siste driveren for utøvelse av ansvarlige investeringer er interne krefter i finansforetaket og kapitalforvalternes indre motivasjon. Bærekraft ligger godt forankret hos toppledelsen til alle finansforetakene, men er i mindre grad forankret hos ledelsen nærmest kapitalforvalteren hvor det er avkastning i forvaltningen som står sentralt. I følge Baron (2008) er integrering av samfunnsansvarlige aktiviteter viktig for å øke produktiviteten, fordi ansatte automatisk vil jobbe hardere og gjøre en bedre jobb. Det kan derfor være lønnsomt for finansforetakene å sikre en forankring av bærekraft også hos mellomlederne. Slik Fombrun et al. (2000) også legger frem, så vil integrering av bærekraft skape et positivt omdømme i markedet. På den måten kan finansforetakene oppnå gode og lønnsomme samarbeid med andre samfunnsaktører (Besley og Ghatak, 2007). Gjennom bedre omdømme vil også tilliten til samfunnet, samt moralen hos de ansatte forbedres (Besley og Ghatak, 2007; Fombrun et al., 2000). En ringvirkning av fokus på samfunnsansvar kan være at finansforetaket tiltrekker ansatte som har interesse og forståelse av viktigheten med å utøve ansvarlige investeringer. Slik empirien viser, vil dette styrke finansforetakets interne kultur med ansvarlighet innarbeidet i hele eller store deler av organisasjonen. Kapitalforvalteren vil da føle en tilhørighet til tematikken og dermed praktisere ansvarlighet i enda større grad. Kapitalforvalterne ser at forvaltning av penger gir makt og at det er motiverende å kunne utgjøre en forskjell i samfunnet gjennom forvaltning. I tillegg til at samarbeid fører med seg fordeler til finansforetaket, vil samarbeid også bidra til en bærekraftig utvikling, slik Elkington (1997) legger frem.

### **5.1.6 Oppsummering analyse del 1**

Respondentene trekker frem fem drivere for at ansvarlige investeringer utøves. Analysen viser at driverne i stor grad påvirkes av hverandre og at driverne ikke tydelig kan rangeres. Det vi ser er at det spesielt er en sammenheng mellom avkastning, risiko og kunder. Kapitalforvaltningen er kundedrevet og kundene etterspør en høyest mulig avkastning til lavest mulig risiko. Kundene sine verdier endrer seg over tid og de ser at ansvarlige investeringer kan skape avkastning på lang sikt. Kapitalforvalteren må forvalte kapitalen i tråd med kundene sine verdier, og må derfor ha et større fokus på ansvarlighet i forvaltningen. Analysen viser med

dette at det er en sammenheng mellom avkastning, risiko og kunder, men at kapitalforvalteren hovedsakelig drives av avkastning i forvaltningen.

## **5.2 Utøvelsen av ansvarlige investeringer**

I denne delen analyserer vi hvordan kapitalforvaltere utøver ansvarlige investeringer ved å balansere økonomiske, sosiale og miljømessige hensyn. Kapitalforvalteren integrerer i større grad ikke-finansielle hensyn som miljø, samfunn og eierstyring i forvaltningen på bakgrunn av større interesse i samfunnet. Kapitalforvalteren ser også at ivaretagelse av de tre hensynene reduserer risikoen i forvaltningen. Fokuset i kapitalforvaltningen har derfor endret seg fra et mer kortsiktig tidsperspektiv, til et mer langsiktig tidsperspektiv (Henderson, 2015). Formålet med langsiktig tidsperspektiv er å kunne bidra til en bærekraftig utvikling hvor fremtidens generasjon ivaretas (World Business Council for Sustainable Development, 2010). Elkington (1997) videreførte denne tanken og argumenterte for at bærekraftig utvikling handler om å balansere sosiale, økonomiske og miljømessige hensyn. Porter og Kramer (2011) støtter opp under at avkastning er viktig, men argumenterer også for at ivaretagelse av samfunnets behov kan skape en felles verdiskapning.

Vi ser en sammenheng mellom kapitalforvalterens utøvelse av ansvarlige investeringer og balansen mellom de tre hensynene presentert av Elkington. Allikevel ser vi at en slik balansegang kan være utfordrende og at det kan være en forklaringen på at “E”, “S” og “G” utøves i varierende grad. I hvor stor grad kapitalforvalterne faktisk balanserer de tre hensynene, varierer med hvilken strategi for ansvarlige investeringer som benyttes. Vi tar utgangspunkt i de tre strategiene for ansvarlige investeringer som kapitalforvalterne hovedsakelig har snakket om: ekskludering, aktivt eierskap og ESG-integrasjon.

### **5.2.1 Ekskludering og aktivt eierskap**

Ekskludering er en strategi som bidrar til å trekke kapital ut av selskaper som bryter med de sosiale og miljømessige behovene (Eurosif, 2014; Eurosif, 2016; Norsif 2015). Korrupsjon er et eksempel som bryter med de sosiale hensynene og kan medføre store fremtidige risikoer i form av straffer eller inndragelse av økonomisk vinning. Et slikt brudd kan redusere den potensielle avkastning på lang sikt og kapitalforvalteren velger derfor å ekskludere selskapet fra porteføljen. Dette er et eksempel som viser at det er det økonomiske hensynet som er viktigst

for kapitalforvalteren. Allikevel, blir det sosiale og miljømessige hensynet ivaretatt ved at eksklusjonen setter et lys på korrupsjon-problematikken, for eksempel gjennom media. Samfunnet kan stille seg mer kritisk til praksisen og som et resultat av det vil etterspørselen etter slike korrupsjon-selskaper reduseres. På den måten skaper eksklusjon en positiv ringvirkning som gagnar både porteføljen og samfunnet. Med utgangspunkt i dette ser vi at eksklusjon kan skape en balanse mellom økonomiske, sosiale og miljømessige hensyn.

Ut fra studiene utført av Eurosif (2014; 2016) er ekskludering den mest brukte strategien for kapitalforvaltere i perioden 2011 til 2015. I følge respondentene bør ekskludering være en siste utvei i utøvelsen av ansvarlige investeringer. Hvis for eksempel en kapitalforvalter allerede har investert i et selskap som driver med kull og interessentene får øynene opp for at dette ikke er miljømessig lenger, hva blir da riktig for kapitalforvalteren å gjøre? Vil det være mest riktig å selge seg ut av aksjene for å vise at de ikke støtter driften (ekskludering)? Eller skal kapitalen beholdes i selskapet i håp om å påvirke selskapet i retning av redusert klimautslipp (aktivt eierskap)? Å selge seg ut kan virke som en lettvinnt måte å bli kvitt ansvaret overfor selskapet. Fremfor å aktivt påvirke selskapets utvikling, er det lettere å stå på sidelinjen og dytte ansvaret over på andre samfunnsaktører. Samfunnsaktørene kan for eksempel være regulerende organer eller investeringsselskapene som selv må ta ansvar for å redusere klimautslipp. Gjennom ekskludering vil kapitalforvalteren i tillegg slippe unna medietrykket som kan oppstå. Det ligger mye jobb i å påvirke selskaper gjennom aktivt eierskap, men det blir i økende grad utøvet av kapitalforvaltere. Trenden underbygges av kapitalforvalterne selv og studiene utført av både Amel-Zadeh og Serafeim (2017) og Eurosif (2016).

Aktivt eierskap innebærer å utøve de eierrettighetene kapitalforvalteren har og påvirke investeringsselskapet i ønsket retning (Eurosif, 2014; Eurosif, 2016; Norsif 2015). Kapitalforvalterens formål med aktivt eierskap er å ivareta både økonomiske, sosiale og miljømessige hensyn som står i tråd med Elkingtons tredelte bunnlinjen. Det økonomiske hensynet ligger til grunn for at aktivt eierskap utøves, selv om de miljømessige og sosiale hensynene også sees på som viktige. En forutsetning for utøvelse av aktivt eierskap er at selskapene har potensiale til å generere positiv kontantstrøm og at de sosiale og miljømessige hensynene kan påvirkes av kapitalforvalteren. Dersom kapitalforvalteren ikke tar grep om de sosiale og miljømessige hensynene hos selskapet vil den potensielle økonomiske oppsiden kunne reduseres. Porter og Kramer (2011) argumenterer for at evnen til å utnytte økonomiske muligheter gjennom felles verdiskapning vil drive en vekst i den globale økonomien. I tråd med

denne argumentasjonen kan aktivt eierskap føre til en balanse av økonomiske, sosiale og miljømessige hensyn som vil styrke den økonomiske situasjonen til både kapitalforvalteren og investeringsselskapet. Vi ser at fordelene med aktivt eierskap samsvarer med Elkingtons tredelte bunnlinje (Elkington, 1997), samtidig som det støtter argumentasjonen av Porter og Kramer (2011) om felles verdiskapning.

Til tross for en forventning om økt utøvelse av aktivt eierskap, benyttes fortsatt ekskludering med utgangspunkt i eksklusjonslister i stor grad. Ifølge respondentene er ekskludering en enkel måte å utøve ansvarlige investeringer på som også får støtte fra både media og kunder. Media har i liten grad dekket aktivt eierskap og kundene har således ikke blitt opplyst tilstrekkelig om denne tematikken. Dette er et dilemma som vi kommer nærmere innpå i del 4 av analysen - *Utfordringer med ESG – dilemma og interessekonflikt*.

### **5.2.2 ESG-integrasjon**

Vi kan knytte en parallell med ESG-integrasjon og de økonomiske, sosiale og miljømessige hensynene i den tredelte bunnlinjen. Vi ser at kapitalforvaltere har et utelukkende stort fokus på avkastning og at “G” er den ESG-faktoren som er mest brukt i forvaltningen. Videre påpekes det også at “G” viser seg å ha størst effekt på avkastningen på kort sikt (Amir Amel-Zadeh og Serafeim, 2017). Med utgangspunkt i dette, kan “G” kobles til det økonomiske hensynet i den tredelte bunnlinjen. Bokstavene “E” og “S” i ESG kan også knyttes direkte til henholdsvis miljømessige og sosiale hensyn i Elkingtons tredelte bunnlinje.

I følge kapitalforvalterne er det vanskelig å balansere “E”, “S” og “G” i like stor grad. For det første foreligger det begrenset informasjon på ESG-faktorene og for det andre må kapitalforvalteren foreta subjektive vurderinger av faktorene. Kapitalforvalteren må derfor bruke mye tid og ressurser på å samle inn og bearbeide ESG-informasjon. På kort sikt ser vi at det vil være lettere å fokusere på “G” i kapitalforvaltningen. Forklaringen på det er at “G” har størst effekt på det økonomiske hensynet. De sosiale og miljømessige hensynene vil i større grad være langsiktige og derfor vanskeligere for kapitalforvalterne å integrere på kort sikt. Med utgangspunkt i dette ser vi at en balansering av “E”, “S” og “G” kan være utfordrende (Elkington, 1997).

Vi ser at en balanse mellom de tre hensynene kan være utfordrende i dag, men at balansen vil bli lettere å utøve over tid. Det vil bli større tilgang på historiske data som kan argumentere for

at ESG ikke går på bekostning av avkastning. Det vil også bli et større fokus på en langsiktig investeringshorisont. Effekten av det kan være at kapitalforvalterne, på eget initiativ, ønsker å utøve ESG i større grad. Vi ser derfor at en balanse i utøvelsen av ESG vil bli bedre på lang sikt. Dette støttes opp av Henderson (2015), som argumenterer for at integrering av bærekraft vil lønne seg som en langsiktig forretningsstrategi.

### **5.2.3 Oppsummering analyse del 2**

Respondentene fremlegger ekskludering, aktivt eierskap og ESG-integrasjon som de tre mest brukte strategiene for ansvarlige investeringer. ESG-integrasjon blir benyttet av kapitalforvalterne, men strategien kan være utfordrende å utøve. Det skyldes at “G” i stor grad knyttes til avkastning på kort sikt og at “E” og “S” er langsiktige risikofaktorer som vil slå ut på avkastningen på lang sikt. Ekskludering benyttes med utgangspunkt i det økonomiske hensynet og fremstår som en “enkel” måte å sikre avkastning på. I tillegg støttes ekskludering av media og samfunnet. Allikevel argumenteres det for at ekskludering bør være en siste utvei i forvaltningen og at aktivt eierskap heller bør bli benyttet i større grad. Aktivt eierskap har et mer langsiktig perspektiv som ivaretar sosiale og miljømessige hensyn bedre enn ekskludering. Ved å ivareta disse to hensynene kan aktivt eierskap også styrke den økonomiske situasjonen til både kapitalforvalteren og investeringsselskapet på lang sikt.

Å forene bærekraft og finans er mulig, men vi ser at utøvelsen i dag ikke er optimal. I dag har kapitalforvalteren et utelukkende fokus på avkastning som gjør det vanskelig å balansere økonomiske, sosiale og miljømessige hensyn på kort sikt.

### **5.3 Variasjon i utøvelsen av ansvarlige investeringer**

I denne delen skal vi forklare hva som skaper en variasjon i kapitalforvalterens utøvelse av ansvarlige investeringer. For å undersøke dette vil vi koble variasjonen opp i mot bærekraftsteori og finanst teori. Empirien viser at variasjoner i kapitalforvalterens utøvelse av ansvarlige investeringer skyldes “tilgang på ressurser”, “type sektor og reguleringer i samfunnet”, “aktiv og passiv forvaltning” og “tolkning av informasjon”. Variasjon i utøvelsen av ansvarlige investeringer skyldes derfor hovedsakelig informasjonstilgangen på ESG-faktorene til den enkelte kapitalforvalter. Tolking av informasjon skyldes ikke informasjonstilgang, men avhenger av psykologiske faktorer som underbygges av teorien om atferdsøkonomi, prospektteori og tapsaversjon.

### **5.3.1 Tilgang på ressurser**

Kapitalforvalterens tilgang til informasjon påvirkes av tilgang på interne ressurser i finansforetaket som kapitalforvalteren tilhører. Finansforetak med god tilgang på ressurser kan i større grad bistå kapitalforvalteren med ESG-informasjon. Dette kan være interne ressurser i form av egne ESG-team og bærekraft-team som samler inn og analyserer selskapsinformasjon kapitalforvalteren kan benytte i kapitalforvaltningen. Kapitalforvaltere på norske aksjer har imidlertid ikke like god tilgang på informasjon. En forklaring kan være at de interne ESG- og bærekraft-teamene hovedsakelig bearbeider informasjon på internasjonale selskaper. I tillegg benyttes analyseverktøy levert av internasjonale leverandører som Bloomberg og MSCI hvor hovedsakelig internasjonale selskaper blir analysert.

### **5.3.2 Type sektor og reguleringer i samfunnet**

Vi ser en variasjon i informasjonstilgangen i de ulike sektorene som forvaltes. Et eksempel er sektoren fisk og akvakultur hvor det vil være større tilgang på informasjon som baseres på miljø (E) enn andre sektorer som finans og konsum. I sektoren for fisk og akvakultur er det mye fokus på miljøeffekter og skyldes at det er sannsynlighet for strengere miljøkrav i sektoren i fremtiden. Olje- og gasssektoren fokuserer også på miljøeffekter fordi sektoren i stor grad er regulert med hensyn til miljø. I konsum- og finanssektoren derimot, er det et bredere spekter av selskaper og "E", "S" og "G"-faktorene vil derfor i større grad vektet likt.

Vi ser også at reguleringer i samfunnet skaper en variasjon i kapitalforvalternes informasjonstilgang. Norge er et velregulert velferdssamfunn der det rimelig å anta at selskapene ivaretar ESG-faktorene i større grad enn mindre regulerte land. Strengt reguleringer i norske investeringsselskaper kan føre til et redusert behov for å rapportere på ESG-faktorene og kan derfor være en forklaring på at informasjonstilgangen til kapitalforvalteren på norske selskaper er begrenset. Fra en kapitalforvalter sitt syn kan de strenge reguleringene også skape tillit i form av at selskapene følger de lover og regler som er satt. Dermed vil ikke kapitalforvalteren ha like stort behov for å bruke ressurser på å samle inn ESG-informasjon på disse investeringsselskapene. En tredje forklaring kan være at norske selskaper har mindre ressurser tilgjengelig og dermed begrenset med kapasitet til å utarbeide utfyllende rapporter som kapitalforvaltere kan benytte i utøvelse av ansvarlige investeringer.

Vi ser at tilgang på ressurser, sektorer og reguleringer påvirker kapitalforvalterens informasjonstilgang og skaper en variasjon i utøvelse av ansvarlige investeringer. Mangel på



tilgjengelig med informasjon kan gjøre det utfordrende å identifisere risikoer som selskapet står ovenfor, samt gi en riktig verdi til investeringsselskapet. En konsekvens av dette kan være at kapitalforvalteren inkluderer et selskap i porteføljen som kan slå negativt ut på porteføljens fremtidige avkastning. Vi ser derfor at hva slags ESG-informasjon som kapitalforvalteren får tilgang til, vil påvirke den fundamentale verdien på investeringsselskapene ulikt.

### **5.3.3 Aktiv og passiv forvaltning**

Vi ser at aktiv og passiv forvaltning fører til en variasjon i utøvelsen av ansvarlige investeringer. Variasjonen skyldes blant annet et ulikt behov for informasjonstilgang i de to forvaltningstypene. Aktiv forvaltning er i stor grad basert på kvalitative faktorer og har som formål å identifisere gode investeringsmuligheter (Bodie et al., 2009). ESG-faktorene er også kvalitative og kan derfor lettere bli integrert i forvaltningen. Utfordringen er at aktiv forvaltning kan være ressurskrevende og kostnadsdrivende for forvalteren. Slik teorien viser, kan slike kostnader spise av den potensielle avkastningen som kapitalforvalteren kan oppnå på sine investeringer (Bodie et al., 2009). Konsekvensen av det kan være at kapitalforvalteren i varierende grad vil utøve ansvarlige investeringer. I motsetning til aktiv forvaltning, er passiv forvaltning basert på kvantifiserbar informasjon. Forvaltningen er basert på tall-kriterier og det er datasystemer som velger ut selskapene som skal inngå i porteføljen (Bodie et al., 2009). En utfordring med det er at ESG-informasjon i lang mindre grad blir hensyntatt i forvaltningen. ESG-informasjon er i stor grad kvalitativ og kapitalforvalteren har liten mulighet til å integrere slik kvalitativ data i passiv forvaltning.

### **5.3.4 Tolkning av informasjon**

I følge kapitalforvalterne bør risikoen knyttet til ESG reflekteres i verdien på selskapene, slik vi har diskutert i analyse del 1. Det vi derimot ser er at det foreligger variasjon i hvordan kapitalforvalter priser og tolker informasjon knyttet til ESG-risikoene. Det kan derfor være vanskelig for kapitalforvalteren å prise inn risikofaktorene riktig og vite hva som er den riktige verdien på investeringsselskapet.

Enkelte kapitalforvaltere har en formening om at selskaper med høyt fokus på miljø, kan være overpriset i markedet. Temaet er svært populært og kan derfor bli priset for hardt inn i dag. En konsekvens av overprising er at den dagen investeringsselskapet faktisk tjener på tematikken, for eksempel miljø, vil ikke dette slå like positivt ut på avkastningen som det ellers ville gjort dersom aksjen var priset riktig i utgangspunktet. Hvor enige kapitalforvalterne er i dette

avhenger av hvordan de tolker informasjon og deres forventninger til markedets utvikling. Slik som atferdsøkonomien forklarer, vil kapitalforvalterne tilordne ulik verdi til en aksje basert på varierende grad av tilgang på informasjon og subjektive tolkninger (Bodie et al., 2009; Ekström, 2017). Derfor kan det foreligge uenighet om en aksje er overpriset eller underpriset (Bodie et al., 2009). Teorien om effisiente markeder derimot, vil ikke støtte de empiriske funnene om over- og underprising. I denne teorien vil aksjeprisen alltid reflektere den tilgjengelig informasjon som er i markedet og vil derfor være korrekt priset til enhver tid. Dessuten vil aksjekursen endre seg tilfeldig og det vil derfor ikke være mulig å predikere utviklingen til aksjen (Bodie et al., 2009).

Hvordan kapitalforvalterne tolker informasjonen påvirkes også av psykologiske faktorer slik som atferdsøkonomien og prospektteorien forklarer (Bodie et al., 2009). I følge prospektteorien blir ikke valg kun tatt basert på kalkulert nytte, men blir også påvirket av emosjonelle følelser rundt gevinst og tap. Så lenge det foreligger dokumentasjon på at ansvarlige investeringer lønner seg, vil kapitalforvalteren utøve dette i forvaltningen fremfor å akseptere det tapet som kan komme dersom ansvarlige investeringer ikke utøves. En slik praksis støttes opp av teorien om tapsaversjon hvor tap vektlegges i større grad enn gevinst (Bodie et al., 2009). Eksempel på det kan være når et selskap vurderes til svært lønnsomt på kort sikt, men blir holdt utenfor porteføljen fordi det foreligger ESG-risiko i fremtiden. Risikofaktorene veier sterkere opp enn den kortsiktige avkastningen og kapitalforvalteren er derfor villig til å gi fra seg den kortsiktige avkastningen.

Effisiente markeder er en motsetning til atferdsøkonomien og sier at en kapitalforvalter alltid er rasjonell (Bodie et al., 2009). Maurice Kendall (1950) argumenterte også for at det ikke er mulig å predikere utviklingen i aksjeprisen og at aksjeprisen endrer seg tilfeldig. Vi ser at ESG-faktorene har en langsiktig tidshorisont som gjør det utfordrende for kapitalforvalteren å predikere utviklingen og identifisere eventuelle risikoer som kan foreligge (Henderson, 2015). Dette viser at noe av teorien om effisiente markeder kan støttes av våre empiriske funn, men hovedsakelig er det atferdsøkonomien som forklarer variasjon i utøvelsen av ansvarlige investeringer hvor variasjon i tolkingen av informasjon står sentralt.

### **5.3.5 Oppsummering analyse del 3**

Analyse del 3 viser at det foreligger variasjoner i utøvelsen av ansvarlige investeringer. Vi ser at kapitalforvalterne forener bærekraft og finans ulikt og at denne variasjonen skyldes

informasjonstilgang og subjektivitet. Informasjonstilgang er en viktig ressurs for kapitalforvalteren i utøvelsen av ansvarlige investeringer, hvor en begrenset tilgang kan hindre en optimal utøvelse. Vi ser også at den enkelte kapitalforvalter tolker informasjon ulikt og dermed utøver ansvarlige investeringer ulikt i kapitalforvaltningen. Variasjonen knyttet til informasjonstilgang og subjektivitet viser at det foreligger usikkerhetsmomenter som kan gi et inntrykk av at situasjonen ikke er optimal. Variasjonene viser også at det i dag kan være utfordrende å forene bærekraft og finans i kapitalforvaltningen.

## **5.4 Konsekvenser ved utøvelsen av ansvarlige investeringer**

I denne delen skal vi se på hvilke konsekvenser kapitalforvalteren ser ved utøvelsen av ansvarlige investeringer. Empirien viser at utøvelse av ansvarlige investeringer kan medføre konsekvenser med effekt på kapitalforvaltermiljøet. Vi ser også at ansvarlige investeringer fører med seg utfordringer for kapitalforvalteren i form av dilemmaer og interessekonflikter. Dette blir analysert i lys av Oljefondet, Elkington (1997), Crane et al., (2014), samt Porter og Kramer (2011). Friedman (1970), Fombrun (2000) og teorien om greenwashing underbygger at utøvelsen av ansvarlige investeringer kan være utfordrende for kapitalforvalteren. Selv om vi i denne delen av analysen hovedsakelig fremlegger konsekvenser i negativ forstand, ser vi også at ansvarlige investeringer fører med seg positive konsekvenser. Eksempler på det er at utøvelse av ansvarlige investeringer skaper et økt fokus på tematikken i markedet og reduserer trade-off mellom ESG og avkastning. Markedet og kapitalforvalteren ser i større grad at ESG og avkastning ikke nødvendigvis går på bekostning av hverandre, men heller påvirker hverandre positivt.

### **5.4.1 Effekt på kapitalforvaltermiljøet**

Oljefondets retningslinjer er en viktig pådriver for ansvarlig investeringer og vil derfor ha en effekt på kapitalforvaltermiljøet. En utfordring med en slik sterk pådriver er at det setter et ekstra press på kapitalforvalternes frihet til å avvike retningslinjene uten negativt medieoppslag. En konsekvens er at finansforetak og kapitalforvaltere i mindre grad gjør egne vurdering i henhold ansvarlige investeringer. I følge Porter og Kramer (2011) vil et fokus på felles ansvarlighet åpne opp nye behov, produkter og markeder og dermed bidra til innovasjon i markedet. For at ansvarlig investeringer skal videreutvikles, er det derfor viktig å skape diskusjon og engasjement rundt tematikken og ikke bare følge en standard som Oljefondet har

satt. Videre må finansforetaket tilrettelegge for innovasjon gjennom allokering av midler og opprettholdelse av budsjettposter. Slik Porter og Kramer (2011) argumenterer, så er innovasjon viktig for verdiskapning hos både selskap og samfunn.

En annen konsekvens av å utøve ansvarlige investeringer er at mulighetene for risikodiversifisering kan bli mindre. Dette er ikke et problem i dag, men respondentene uttrykker at for strenge krav til ansvarlighet i kapitalforvaltningen kan føre med seg reduserte muligheter for risikodiversifisering. Risikodiversifisering er viktig for å redusere sannsynligheten for å bli utsatt for svingninger i aksjeprisene som et resultat av usystematisk risiko (Bodie et al., 2009). Teorien viser at jo flere aksjer som kapitalforvalteren kan inkludere i porteføljen, jo større er mulighetene for å diversifisere vekk usystematisk risiko (Bodie et al., 2009). Gode muligheter for diversifisering gjør det også lettere for kapitalforvalteren å finne alternative investeringsselskaper som skaper avkastning i porteføljen. Ekskludering er et eksempel hvor andelen investerbare selskaper blir redusert. Kapitalforvalteren reduserer dermed mulighetene for risikodiversifisering og kan teoretisk sett gi fra seg potensiell avkastning. Med utgangspunkt i teorien er det derfor en risiko for at ansvarlige investering kan påvirke avkastningen på kort sikt, noe som også får støtte fra kapitalforvalterne. Allikevel fremkommer det av empirien at denne effekten i praksis kan være neglisjerbar.

#### **5.4.2 Dilemma og interessekonflikt**

Et fokus på ESG i kapitalforvaltningen kan føre til dilemmaer hvor kapitalforvalteren må vurdere hva som er rett og galt. Et eksempel er ekskludering av kull i porteføljene. På den ene siden, kan det være ansvarlig av kapitalforvalteren å ekskludere kull med tanke på miljøhensynet (E). Sett fra et sosialt hensyn (S), er kull en viktig energikilde som sørger for tilgang på mat og varme. Det kan derfor stilles spørsmål om det er ansvarlig av kapitalforvalteren å ekskludere kullselskaper. Elkington (1997) er en forkjemper for å ivareta økonomiske, sosiale og miljømessige hensyn, men argumenterer også for at en balanse mellom disse hensynene kan være en utfordring. Dette støttes også av Crane et al. (2014) hvor han argumenterer for at samfunnsansvar kan være utfordrende med utgangspunkt i kompleksiteten i markedet og hos selskapene. Crane et al. (2014) argumenterer også for at det ikke alltid er lett å skape en felles verdiskapning for både samfunn og selskap. Slik kull-eksempelet viser er det derfor ikke alltid like lett å balansere “E”, “S” og “G” i kapitalforvaltningen, samt skape en felles verdiskapning for både samfunn og finansforetaket. Vi ser at en løsning på denne

utfordringen derfor kan være å benytte strategien aktivt eierskap i kapitalforvaltningen, ved å påvirke selskapene i retning av for eksempel redusert forbruk av kull fremfor ren ekskludering.

Et annet dilemma er at media kan gi en feil og snever fremstilling av ansvarlighet. På den måten vil ikke samfunnet få en helhetlig forståelse av hva ansvarlighet faktisk innebærer. En forklaring på media sin begrensede fremstilling av ansvarlighet kan være at media i mindre grad har fullstendig kunnskap om temaet og ønsker heller å fokusere på overskrifter som kan virke skandaløse. Eksempel på dette kan være overskrifter som avslører barnearbeid. På den ene siden, kan slike overskrifter skape reaksjoner som bevisstgjør kunder og eiere på hvorfor ansvarlige investeringer er viktig. På en annen side, kan media forverre barna sin situasjon ved at finansforetakene ekskluderer slike selskaper som bryter med menneskerettighetene. Konsekvensen av dette kan være at barna må finne seg en ny jobb hvor arbeidsforholdene er langt dårligere eller enda verre, må ty til prostitusjon. Dette er et eksempel hvor kapitalforvaltere kan vurdere aktivt eierskap som den beste strategien for ansvarlig investering, men på bakgrunn av kundenes oppfattelse av ansvarlighet velger kapitalforvalteren å benytte ekskludering. Det skyldes at ekskludering er den strategien som kundene har mest kjennskap til. Dette viser at media kan skape ringvirkninger til samfunnet ved at ekskludering applauderes høyest fordi aktivt eierskap i liten grad har blitt belyst av media.

### **5.4.3 Mangel på standardisering**

Det er en interesse hos kapitalforvalterne for å utøve ESG, men manglende standardisering gjør det utfordrende å integrere ESG i forvaltningen. Den ene utfordringen kan være greenwashing, hvor investeringsselskapene benytter ressurser på å fremstille seg selv som mer miljøbevisste enn virkelig praksis. Selskaper med god tilgang til ressurser kan lettere utarbeide rapporter og markedsføre seg selv som «flinke» på bærekraft, selv om de nødvendigvis ikke er det. Slik som Friedman (1970) diskuterer, kan greenwashing sees i sammenheng med at selskapet ikke har kompetansen og tilstrekkelig med informasjon til å utøve miljøhensynet i virkelig praksis. Selskapene må derfor benytte seg av greenwashing for å oppnå de fordeler som miljøhensynet i virkelig praksis fører med seg. Slik også Fombrun et al. (2000) argumentere for, så kan et slikt miljøhensyn bidra positivt til selskapets omdømme og dermed skape tillit mellom samfunn og selskap. Utfordringen med greenwashing er at samfunnet blir villedet og at kapitalforvalteren tar utgangspunkt i informasjon som ikke er dekkende. Et eksempel kan være kunder som ønsker å plassere kapital i fond med fokus på miljø. Dersom fondet ikke leverer opp til de beskrivelsene fondet har, kan kunden risikere å plassere pengene sine i et fond som bryter med sine

preferanser for miljø. I følge Kotler (2011) kan også greenwashing føre til mindre innovasjon og forskning på miljø og bærekraft. Konsekvensen av det er at selskaper i mindre grad forstår hvilke faktorer som hindrer eller sørger for at selskapet fokuserer på bærekraft.

En annen utfordring ved at ESG ikke er standardisert vil være at de eksterne analyseleverandørene, som Bloomberg og MSCI, screener selskaper ulikt og dermed fremlegger ulik informasjon til kapitalforvalteren. Hvordan den enkelte analyseleverandøren vurderer selskapene, påvirkes av deres forståelse av ESG og tilgang på informasjon. Variasjonen i utøvelsen av ESG vil dermed avhenge av hvilken analyseleverandør den enkelte kapitalforvalter velger å legge til grunn i analysen. Med utgangspunkt i manglende standardisering, kan en løsning på utfordringene være å stille strengere krav til informasjonen kapitalforvalterne samler inn og benytter i ESG-analysen.

#### **5.4.4 Oppsummering analyse del 4**

Analysen viser at ansvarlige investeringer har som formål å skape positive konsekvenser til fordel for både kapitalforvalterne og samfunnet. Allikevel ser vi at ansvarlige investeringer kan føre med seg negative konsekvenser som ikke er tilsiktet. Et sterkt fokus på ansvarlige investeringer kan resultere i for strenge krav til ansvarlighet, noe som kan gå utover avkastningen på kapitalforvalterens portefølje. Videre ser vi at ansvarlige investeringer er et nytt felt med få tradisjoner. Det foreligger mangel på standardisering og kunnskap i samfunnet som kan skape usikkerhetsmomenter i utøvelsen. Media har også en stor påvirkning på hvordan samfunnet oppfatter ansvarlighet og har ført til dilemmaer, samt interessekonflikter, for kapitalforvalterne. Kapitalforvalterne forsøker å forene bærekraft og finans i beste mening, men konsekvensene viser at situasjonen er suboptimal i dag. I fremtiden forventes en større grad av standardisering og kunnskap som vil forbedre konsekvensene på sikt.

#### **5.5 Oppsummering av analyse**

Del 1 i analysen viser at det foreligger fem drivkrefter for utøvelsen av ansvarlige investeringer. Drivkreftene påvirkes i stor grad av hverandre, hvor det spesielt foreligger en sammenheng mellom avkastning, risiko og kunder. Drivkreftene viser at kapitalforvalterne har grunner til å forene bærekraft og finans. Videre i del 2 kan vi underbygge at de to hensynene kan forenes ved hjelp av Elkingtons tredelte bunnlinje. Kapitalforvalterens balansering av økonomiske, sosiale og miljømessige hensyn viser at bærekraft og finans kan forenes. Samtidig viser

analysen at utøvelsen ikke er optimal fordi det er vanskelig å balansere de tre hensynene på kort sikt. I del 3 ser vi at det foreligger variasjoner på hvordan kapitalforvaltere forener bærekraft og finans. Hovedsakelig skyldes variasjonen mangel på informasjon, men vi ser også at den enkelte kapitalforvalter sin tolking av informasjon kan utgjøre variasjoner i hvordan hensynene forenes. Variasjonen knyttet til informasjonstilgang og subjektivitet viser at det foreligger usikkerhetsmomenter som gir inntrykk av at situasjonen ikke er optimal i dag. I siste del av analysen ser vi at utøvelsen av ansvarlige investeringer kan føre med seg konsekvenser som kan gjøre det utfordrende å forene bærekraft og finans. Kapitalforvalterne forsøker å forene bærekraft og finans i beste mening, men konsekvensene viser at også her kan situasjonen være suboptimal. Til slutt ser vi at respondentene har en formening om at det vil bli lettere å forene bærekraft og finans i fremtiden. Dette kan skyldes økt dokumentasjon, tilgang på ressurser, samt klarere forventninger og krav fra markedet som vil gjøre utøvelsen av bærekraft i finansmarkedet mer standardisert.

## **6.0 Konklusjon**

Bærekraft og finans er tilsynelatende to motstridende hensyn som kan være utfordrende å forene. Utgangspunktet for denne studien har derfor vært å undersøke om bærekraft faktisk kan forenes med finans.

### **6.1 Konklusjon del 1**

I første del av analysen ser vi at det foreligger fem drivere for utøvelse av ansvarlig investeringer, hvor de tre største driverne er: forventet langsiktig avkastning, identifisering av mulig risiko og kunder. Kapitalforvaltningen er kundedrevet og kapitalforvalteren har et ansvar for å ivareta kundens interesser. Kundene etterspør en høyest mulig avkastning til lavest mulig risiko, samtidig som etterspørselen etter ansvarlighet også øker. Ivaretagelse av kundens etterspørsel etter avkastning og ansvarlighet gjør at kapitalforvalteren faktisk må utøve ansvarlige investeringer. Selv om det foreligger en økt etterspørsel etter ansvarlighet hos kundene, så er ikke etterspørselen like stor som media skal ha det til. En forklaring på det kan være at kundene er skeptiske overfor tematikken fordi de ikke forstår hvilke fordeler ansvarlige investeringer bringer med seg. Videre har media begrenset med kunnskap på hva ansvarlige investeringer er og kan derfor være årsaken til at samfunnet ikke får en helhetlig forståelse av hva ansvarlighet faktisk innebærer. Pådrivere og initiativer er også viktig for et fokus på bærekraft i finansmarkedet, men blir i svært liten grad direkte integrert i kapitalforvalternes hverdag. Oppsummert ser vi at drivkreftene påvirkes i stor grad av hverandre, hvor det spesielt foreligger en sammenheng mellom avkastning, risiko og kunder. Selv om det foreligger en sammenheng mellom driverne, ser vi at langsiktig avkastning kan rangeres som den viktigste driveren. Dette kan underbygges i analyse del 2, hvor det fremkommer at avkastning og “G” står sentralt i forvaltningen.

### **6.2 Konklusjon del 2**

I del 2 av analysen ser vi at kapitalforvalteren kan forene bærekraft og finans gjennom bruk av strategier for ansvarlige investeringer. Bærekraft og finans kan forenes ved at strategiene for ansvarlige investeringer balanserer økonomiske, sosiale og miljømessige hensyn. Kapitalforvalteren benytter hovedsaklig ekskludering som strategi for ansvarlig investering. Ekskludering benyttes med utgangspunkt i det økonomiske hensynet og fremstår som en “enkel” måte å sikre avkastning på. I tillegg er ekskludering den strategien som får støtte fra media og kunder. Allikevel viser analysen at ekskludering bør være en siste utvei i



forvaltningen og at aktivt eierskap heller bør bli benyttet. Aktivt eierskap har et mer langsiktig perspektiv som ivaretar sosiale og miljømessige hensyn bedre enn ekskludering. På bakgrunn av et utelukkende fokus på avkastning på kort sikt i kapitalforvaltningen, ser vi at det kan være utfordrende å integrere aktivt eierskap for kapitalforvalteren. På lik linje med aktivt eierskap vil også ESG-integrasjon være utfordrende å utøve. Det skyldes at “G” i stor grad knyttes til avkastning på kort sikt og at “E” og “S” er langsiktige risikofaktorer som vil slå ut på avkastningen på lengre sikt. Videre viser dette at “G” er den faktoren som blir hensyntatt i størst grad i dag. Deretter ser vi at “E” er viktig i kapitalforvaltningen fordi det foreligger et økende fokus på miljørisikoer i dag. Etterfulgt av “E”, foreligger det et mindre fokus på “S”. Oppsummert viser analysen at kapitalforvalteren kan forene bærekraft og finans, men at utøvelsen ikke er optimal fordi det er vanskelig å balansere de tre hensynene på kort sikt.

### **6.3 Konklusjon del 3**

I del 3 av analysen ser vi at manglende tilgang på informasjon og subjektive vurderinger i utøvelsen av ansvarlige investeringer, kan gjøre det utfordrende å forene bærekraft og finans. Informasjonstilgang er en viktig ressurs for kapitalforvalteren i utøvelsen av ansvarlige investeringer, hvor en begrenset tilgang kan hindre en optimal utøvelse. Det foreligger også varierende behov for informasjon hos kapitalforvalterne, avhengig av forvaltningstype, sektor og reguleringer i samfunnet. Til slutt i del 3 ser vi at kapitalforvalterne tolker informasjon ulikt basert på psykologiske faktorer. Variasjonen knyttet til informasjonstilgang og subjektivitet viser at det foreligger usikkerhetsmomenter som gir inntrykk av at situasjonen ikke er optimal i dag.

### **6.4 Konklusjon del 4**

I siste del av analysen ser vi at ansvarlige investeringer kan føre med seg konsekvenser som kan gjøre det utfordrende å forene bærekraft og finans. Oljefondet er en pådriver i markedet som setter føringen for hvordan kapitalforvalteren skal utøve ansvarlige investeringer. På den måten får kapitalforvalteren en begrenset frihet til å avvike retningslinjene uten at finansforetakene får negative medieoppslag. Begrenset frihet til å utøve ansvarlige investeringer kan begrense innovasjon på bærekraft i finansmarkedet. Kapitalforvaltning er en hårfin metodikk som avhenger av en viss grad av fleksibilitet. Ansvarlige investeringer befinner seg i en vekstfase som gjør at kapitalforvalteren møter på dilemmaer og interessekonflikter i forvaltningen. Hovedkilden til dilemmaer og interessekonflikter er media sin mangel på

kunnskap rundt ansvarlige investeringer. På en annen side kan ansvarlige investeringer føre med seg positive konsekvenser i form av økt tilgang på dokumentasjon. Dokumentasjonen understreker at det er lønnsomt og nødvendig for den langsiktige avkastningen å forene bærekraft og finans. Over tid vil økt tilgang på dokumentasjon og økt grad av standardisering av bærekraft også gjøre det lettere for kapitalforvalterne å utøve ansvarlige investeringer. Oppsummert ser vi at kapitalforvalterne forsøker å forene bærekraft og finans i beste mening, men konsekvensene viser at også her kan situasjonen være suboptimal.

## **6.5 Svar på forskningsspørsmålene**

Ved å besvare studiens forskningsspørsmål har vi kommet frem til at kapitalforvaltere i nyere tid kan integrere bærekraft i kapitalforvaltningen. Vi har også bekreftet vår antagelse om at mangel på informasjon og subjektivitet byr på en rekke utfordringer for kapitalforvalterne ved integreringen av bærekraft i kapitalforvaltningen. Kapitalforvalterne klarer å balansere fokuset på bærekraft og finans, men balansen er ikke optimal på bakgrunn av de variasjoner og konsekvenser som foreligger. Resultatene viser store variasjoner i utøvelsen og kan henge sammen med at det å forene bærekraft og finans er et relativt nytt felt. Selv om det kan være utfordrende å forene bærekraft og finans, tror vi det over tid vil komme løsninger som økt tilgang på dokumentasjon, bedre tilgang på ressurser og klarere krav i markedet. Dette er løsninger som kan gjøre det lettere å forene bærekraft og finans i fremtiden.

## **6.6 Svar på problemstillingen**

Vi ønsker å avslutte denne studien med å si at det foreligger drivere og strategier for utøvelse av ansvarlige investeringer som underbygger at bærekraft og finans er to hensyn som kan forenes. Studien viser også at det foreligger variasjoner og konsekvenser ved å utøve ansvarlige investeringer som beskriver hvorfor det kan være utfordrende å forene bærekraft og finans i kapitalforvaltningen i dag.

Å forene bærekraft og finans er et nytt felt med få tradisjoner og det foreligger et fokus på kortsiktig avkastning i finansmarkedet. Integrering av bærekraft i finansmarkedet krever derfor en omstilling hos finansforetakene og hver enkelt kapitalforvalter må ta et ansvar for å integrere bærekraft i forvaltningen. For å bedre forene bærekraft og finans, bør det integreres en langsiktig investeringshorisont i kapitalforvaltningen. Dette vil redusere kravet om kortsiktig

avkastning og gjør det lettere og mer ønskelig for kapitalforvalteren å utøve ansvarlighet i forvaltningen. Med dette ser vi at tid er nøkkelen til at bærekraft og finans kan forenes optimalt.

## **6.7 Forslag til videre forskning**

På bakgrunn av studiens problemstilling, ser vi at det er flere områder som kan være interessante å undersøke ytterligere. Å forene bærekraft og finans er et relativt nytt felt og vi ser at det derfor er viktig med videre forskning.

Den nye forskriften MIFID II, som trådte i kraft 01.01.2018, vil være interessant for videre forskning. Forskriften krever offentliggjøring og detaljert informasjon om kostnader og gebyrer som oppstår ved forvaltning. Det kan føre til økte analysekostnader som gjør at forvalteren velger å ta analysekostnadene på egen regning. En konsekvens vil da være at kapitalforvalteren velger å bruke mindre tid på ESG-analyser. MIFID II- forskriften kan derfor oppfattes som en trussel i forbindelse med praktisering av ESG.

Det kan også være interessant å undersøke hvor stor påvirkning en langsiktig investeringshorisont vil ha på kapitalforvalterens utøvelse av ansvarlige investeringer. En måte å gjøre dette på kan være å sammenligne ulike tidshorisonter som benyttes i kapitalforvaltningen. For eksempel kan det være interessant å se på effekten av ett års tidshorison versus effekten av syv års tidshorison.

Til slutt kan det være interessant å undersøke kundenes verdier, preferanser og kunnskap rundt ansvarlige investeringer. Gjennom en kvantitativ studie vil man kunne undersøke en stor gruppe med respondenter og kartlegge kundene i større grad. I hvilken grad økt dokumentasjon og tilgang på ressurser faktisk påvirker hvordan kapitalforvalteren utøver ansvarlige investeringer kan også være interessant å undersøke ytterligere. Ved å kartlegge dette over tid, kan man i større grad undersøke hvilken effekt det har på kapitalforvaltningen.

## Litteraturliste

Alasuutari, P., Bickman, L. og Brannen, J. (2008). *The SAGE Handbook of Social research methods*. USA: SAGE Publishing

Amel-Zadeh, A. og Serafeim, G. (2017). *Why and How Investors Use ESG Information: Evidence from a Global Survey*. Harvard Business School Accounting and Management Unit Working Paper. Financial Analysts Journal. Hentet fra: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2925310](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2925310)

Baron, P. D. (2008). *Managerial contracting and corporate social responsibility*. Journal of Public Economics, Vol. 92, No.1-2, s. 268–288. Hentet fra: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0047272707000941>

Berg, B. L. (2004). *Qualitative research methods for the social science*. Publisert av USA: Pearson Education, 5th edition.

Besley, T. og Ghatak, M. (2007). *Retailing public goods: The economics of corporate social responsibility*. Journal of Public Economics Vol. 91, No. 9, s. 1645–1663. Hentet fra: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0047272707001090>

Bodie, Z., Kane, A. og Marcus, J. A. (2009). *Investments*. Boston: McGraw-Hill, Utgave: 8

Bowen, Glenn A. (2009). *Document Analysis as a Qualitative Research Method*. Qualitative Research Journal, Vol. 9, No. 2, s. 27-40

Brown, N. og Deegan, C. (1998). *The Public Disclosure of Environmental Performance Information—A Dual Test of Media Agenda Setting Theory and Legitimacy Theory*. Accounting and Business Research. Vol. 29, No.1, s. 21–41. Hentet fra: <https://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/00014788.1998.9729564>

Bryman, A. (2016). *Social Research methods*. United Kingdom: Oxford university press, 5th edition.

Carroll, B. A. (1979). *A Three-Dimensional Conceptual Model of Corporate Performance*. The Academy of Management Review, Vol. 4, No. 4, s. 497-505. Hentet fra: [https://www.jstor.org/stable/257850?seq=1#page\\_scan\\_tab\\_contents](https://www.jstor.org/stable/257850?seq=1#page_scan_tab_contents)

Crane, A., Palazzo, G., Spence, J. L. og Matten, D. (2014). *Contesting the value of «creating shared value»*. California Management Review, Vol 2, No. 56, s. 130-153. Hentet fra: <http://journals.sagepub.com/doi/abs/10.1525/cmr.2014.56.2.130>

Dansif. (2017). *Dansif undersøgelse om ansvarlige investeringer 2017*. Hentet fra: <http://www.dansif.dk/da-DK/Ressourcer/Dokumenter.aspx>

Delmas, A. M. og Burbano, V. C. (2011). *The Drivers of Greenwashing*. California Management Review. Vol. 54, No. 1. Hentet fra: <http://journals.sagepub.com/doi/abs/10.1525/cmr.2011.54.1.64>

Department of Energy & Climate Change. (2014). *Climate Change 2014: Synthesis Report*. Hentet fra: <http://www.ipcc.ch/report/ar5/syr/>

- Dimson, E., Kreutzer, I., Lake, R., Sjo, H. og Starks, L. (2013). *Responsible Investment and the Norwegian Government Pension Fund Global*. Hentet fra: <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/rapport-fra-strategiradet-om-ansvarlig-i/id745239/>
- Døskeland, T. og Pedersen, T. J. L. (2016). *Investing with brain or heart? A Field Experiment on Responsible Investment*. *Management Science*, Vol. 62, No. 6, s. 1632-1644. Hentet fra: <https://pubsonline.informs.org/doi/10.1287/mnsc.2015.220>
- Eccles, G. R., Ioannou, I. og Serafeim, G. (2014). *The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance*. *Journal of the Institute of Management Sciences*, Vol.60, No.11, s.2835-2857. Hentet fra: <https://pubsonline.informs.org/doi/abs/10.1287/mnsc.2014.1984>
- Eccles, G. R., Kastropeli, D. M. og Potter, J. S. (2018). *How to Integrate ESG into Investment Decision-Making: Results of a Global Survey of Institutional Investors*. *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 29, No. 4, s. 125-133. Hentet fra: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/jacf.12267>
- Eccles, G. R., Krzus, P. M. og Serafeim, G. (2011). *Market Interest in Nonfinancial Information*. *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol 23, No 4, s.113-128. Hentet fra: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/j.1745-6622.2011.00357.x>
- Eccles, G. R., Krzus, P. M., Jean, R. og Serafeim, G. (2012). *The Need for Sector-Specific Materiality and Sustainability Reporting Standards*. *The Continental Bank journal of applied corporate finance*, Vol.24, No.2, s.65-71. Hentet fra: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1745-6622.2012.00380.x>
- Edelman. (2018). *2018 Edelman Trust Barometer; Global Report*. Hentet fra: <https://www.edelman.com/trust-barometer>
- Ekström, M. (2017). *Atferdsøkonomi*. Hentet fra: <https://snl.no/adferds%C3%B8konomi>
- Elkington, J. (1997). *Cannibals with Forks; The triple bottom line of 21st-century business*. *Environmental Quality Management*, Vol 8, No 1, s. 37-51. Hentet fra: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1002/tqem.3310080106>
- Elkington, J. (2004). *Enter the Tripple Bottom Line*. Kapittel 1, s. 1-4. Hentet fra: <http://www.johnelkington.com/archive/TBL-elkington-chapter.pdf>
- European Commission. (2018). *Official Document: Commission action plan on financing sustainable growth*. Hentet fra: [https://ec.europa.eu/info/publications/180308-action-plan-sustainable-growth\\_en](https://ec.europa.eu/info/publications/180308-action-plan-sustainable-growth_en)
- Eurosif. (2014). *European SRI Study 2014*. Hentet fra: <http://www.eurosif.org/sri-study-2014/>
- Eurosif. (2016). *European SRI Study 2016*. Hentet fra: <http://www.eurosif.org/sri-study-2016/>
- Fama, F. E. (1970). *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*. *The Journal of Finance*, Vol. 25, No. 2, s. 383-417. Hentet fra: [http://www.jstor.org/stable/2325486?seq=1#page\\_scan\\_tab\\_contents](http://www.jstor.org/stable/2325486?seq=1#page_scan_tab_contents)

- Finansdepartementet. (2007). *Norges strategi for bærekraftig utvikling*. Hentet fra: <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/norges-strategi-for-barekraftig-utvikling/id496107/>
- Finansdepartementet. (2008). *Høringsnotat – evaluering av de etiske retningslinjene for Statens pensjonsfond – Utland*. Hentet fra: <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/horing---evaluering-av-de-etiske-retning/id517312/>
- Finansforetaksloven. (2015). Lov om finansforetak og finanskonsern m.v 10. april. 2015 nr 3. Hentet fra: [https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2015-04-10-17/KAPITTEL\\_1#KAPITTEL\\_1](https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2015-04-10-17/KAPITTEL_1#KAPITTEL_1)
- Finanstilsynet. (2016). *Om finanstilsynet*. Hentet fra: <https://www.finanstilsynet.no/om-finanstilsynet/>
- FN. (2018). *Bærekraftig utvikling*. Hentet fra: <https://www.fn.no/Tema/Fattigdom/Baerekraftig-utvikling>
- FN. (2018). *FNs bærekraftsmål*. Hentet fra: <https://www.fn.no/Om-FN/FNs-baerekraftsmaal>
- FN. (2018). *Menneskerettigheter*. Hentet fra: <https://www.fn.no/Tema/Menneskerettigheter/Menneskerettigheter>
- FN. (2018). *Parisavtalen*. Hentet fra: <https://www.fn.no/Om-FN/Avtaler/Miljoe-og-klima/Parisavtalen>
- Fombrun, J. C., Gardberg, A. N. og Barnett, L. M. (2000). *Opportunity Platforms and Safety Nets: Corporate Citizenship and Reputational Risk*. Business and Society Review, Vol. 105, No. 1, s. 85–106. Hentet fra: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/0045-3609.00066>
- Forum for utvikling og miljø (2015). *Hvordan nå FNs nye bærekraftsmål?* Hentet fra: <http://www.forumfor.no/nyheter/2015/hvordan-n%C3%A5-nye-fn-m%C3%A5l-for-b%C3%A6rekraftig-utvikling-innen-2030>
- Frankfort-Nachmias, C., Nachmias, D. (2008). *Research methods in the Social Science*. New York: Worth Publisher, 7th edition.
- Friedman, M. (1970). *The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits*. The New York Times Magazine, September 13, 32-33, 122-124. Hentet fra: <http://graphics8.nytimes.com/packages/pdf/business/miltonfriedman1970.pdf>
- Furuseth, T. (2015). *Hva er ESG?* Hentet fra: <http://www.morningstar.no/no/news/145785/hva-er-esg.aspx>
- Grossman, J. S. og Stiglitz, E. J. (1980). *On the Impossibility of Informationally Efficient Markets*. The American Economic Review, Vol. 70, No. 3, s. 393-408. Hentet fra: [http://www.jstor.org/stable/1805228?seq=1#page\\_scan\\_tab\\_contents](http://www.jstor.org/stable/1805228?seq=1#page_scan_tab_contents)

- Hartzmark, M. S., og Sussman, B. A. (2017). *Do Investors Value Sustainability? A Natural Experiment Examining Ranking and Fund Flows*. Hentet fra: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3016092](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3016092)
- Hedegaard, C. og Kreutzer, I. (2016). *Grønn Konkurranskraft; rapport fra Regjeringens ekspertutvalg for grønn konkurranskraft*. Hentet fra: <http://www.gronnkonkurranskraft.no/2016/10/28/overleverte-rapport-om-gronn-konkurranskraft-til-regjeringen/>
- Henderson, R. (2015). *Making the Business Case for Environmental Sustainability*. Harvard Business School: Working Paper, No. 15-068. Hentet fra: <https://dash.harvard.edu/handle/1/14369097>  
[https://www.forskningsradet.no/no/Nyheter/Oljeutslipp\\_gir\\_alvorlige\\_skadevirkninger\\_for\\_fisk/1253969464883&p=](https://www.forskningsradet.no/no/Nyheter/Oljeutslipp_gir_alvorlige_skadevirkninger_for_fisk/1253969464883&p=)
- Hubbard, R. G. og O'Brien, P. A. (2012). *Money, Banking, and the Financial System*. Boston: Pearson Education
- Kahneman, D. & Tversky, A. (1979). *Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk*. Journal Econometrica, Vol 47, No 2, s.263-291
- Keown, J. Arthur, & Pinkerton, M. John,. (1981). *Merger Announcements and Insider Trading Activity: An Empirical Investigation*. Journal of Finance, Vol 36, No 4, s. 855-869. Hentet fra: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/j.1540-6261.1981.tb04888.x>
- Khan, M., Serafeim, G. og Yoon, A. (2016). *Corporate Sustainability: First Evidence on Materiality*. The Accounting Review, Vol. 91, No. 6, s. 1697-1724. Hentet fra: <http://www.aaajournals.org/doi/abs/10.2308/accr-51383?code=aaan-site>
- KLP. (2017). *Årsrapport 2017*. Hentet fra: <https://www.klp.no/om-klp/finans-og-ir/rapporter-og-presentasjoner>
- KLP. (2017). *Retningslinje for KLP som ansvarlig investor*. Hentet fra: [https://www.klp.no/polopoly\\_fs/1.39176.1513175215!/menu/standard/file/Retningslinje%20for%20KLP%20som%20ansvarlig%20investor.pdf](https://www.klp.no/polopoly_fs/1.39176.1513175215!/menu/standard/file/Retningslinje%20for%20KLP%20som%20ansvarlig%20investor.pdf)
- KLP. (2018). *Eierforhold*. Hentet fra: <https://www.klp.no/om-klp/organisasjon-og-ledelse/eierforhold-1.38997>
- Kotler, P. (2011). *Reinventing Marketing to Manage the Environmental Imperative*. Journal of Marketing, Vol. 75, No. 4, s. 132-135. Hentet fra: <http://journals.ama.org/doi/abs/10.1509/jmkg.75.4.132?code=amma-site>
- Laufer, S. W. (2003). *Social Accountability and Corporate Greenwashing*. Journal of Business Ethics, Vol. 43, No. 3, s. 253-261. Hentet fra: <https://link.springer.com/article/10.1023/A:1022962719299>
- Leech, Beth L. (2016). *Asking Questions: Techniques for Semistructured Interviews*. Political Science and Politics, Vol. 35, No. 4, s. 665-668.

Malkiel, G. B. (2003). *The Efficient Market Hypothesis and Its Critics*. Journal of Economic Perspectives, Vol. 17, No. 1, s. 59-82. Hentet fra: <https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/089533003321164958>

Mishkin, S. F. og Eakins, G. S., (2012). *Financial Markets and Institutions*. Harlow: Pearson, Utgave: 7

Morales, P., Enrique, A., Fuentes, O., Searle, P., Stewart, F. E. (2017) *Pension funds and the impact of switching regulation on long-term investment*. Hentet fra: <http://documents.worldbank.org/curated/en/289981499787589121/Pension-funds-and-the-impact-of-switching-regulation-on-long-term-investment>

Nordbø, H. (2018). *Samfunnsansvar i DNB*. Paper presentert på CSR-konferansen 2018, Kristiansand, s. 6-7. Hentet fra: <http://csrkonferansen.no/bidragstere/>

Nordea Bank AB (2016). *Sustainability Report 2016*. Hentet fra: <https://www.nordea.no/privat/vare-produkter/sparing-og-investering/fond/ansvarlige-investeringer.html>

Nordea Bank AB (2017). *Code of Conduct*. Hentet fra: <https://www.nordea.com/en/sustainability/sustainability-in-nordea/commitments-and-policies/>

Nordea Bank AB (2018). *Et raskt blikk på Nordea*. Hentet fra: <https://www.nordea.com/no/om-nordea/hvem-er-vi/Et-raskt-blikk-paa-Nordea/>

Nordea Bank AB (2018). *Initiatives*. Hentet fra: <https://www.nordea.com/en/sustainability/sustainability-in-nordea/commitments-and-policies/>

Norges Bank (2016). *Eksklusjon av kullselskaper fra fondet*. Hentet fra: <https://www.nbim.no/no/apenhet/nyheter/2016/eksklusjon-av-kullselskaper-fra-fondet/>

Norges Bank Investment Management. (2017). *Statens Pensjonsfond Utland; årsrapport 2017*. Hentet fra: <https://www.nbim.no/arsrapport2017>

Norges Bank Investment Management. (2018). *Observasjon og Utelukkelse av selskaper*. Hentet fra: <https://www.nbim.no/ansvarlighet/utelukkelse-av-selskaper/>

Norsif. (2015). *Guide til ansvarlige investeringer*. Hentet fra: [http://norsif.org/content/uploads/2015/09/201500817\\_Norsif\\_Ansvrlige-Investeringer\\_WEB.pdf](http://norsif.org/content/uploads/2015/09/201500817_Norsif_Ansvrlige-Investeringer_WEB.pdf)

Norsif. (2017). *Integrering av ESG-informasjon i selskapsanalyser. En undersøkelse blant norske forvaltere*. Hentet fra: [http://norsif.org/content/uploads/2013/01/Norsif\\_Rapport\\_ESG-integrering\\_FINAL.pdf](http://norsif.org/content/uploads/2013/01/Norsif_Rapport_ESG-integrering_FINAL.pdf)

NOU 2008-2009:7. (2008). *Et nyskapende og bærekraftig Norge. Oslo: Nærings- og handelsdepartementet*. Hentet fra: <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/stmeld-nr-7-2008-2009-/id538010/>

Nyilasy, G., Gangadharbatla, H. og Paladino, A. (2014). *Perceived Greenwashing: The Interactive Effects of Green Advertising and Corporate Environmental Performance on Consumer Reactions*.



Journal of Business Ethics. Vol. 125, No.4, s.693-707. Hentet fra:  
<https://link.springer.com/article/10.1007/s10551-013-1944-3>

OECD. (2011). *OECD Guidelines for Multinational Enterprises*. Utgave 2011. Hentet fra:  
<http://mneguidelines.oecd.org/guidelines/>

Porter, E. M. og Kramer, R. M. (2011). *Creating Shared Value: how to reinvent capitalism and unleash a wave of innovation and growth*. Harvard Business Review. Januar-februar, s. 63-77

Przychodzen, J., Gómez-Bezares, F., Przychodzen, W. og Larreina, M. (2016). *ESG Issues among Fund Managers—Factors and Motives*. *Sustainability*, Vol. 8, No. 10. Hentet fra:  
<http://www.mdpi.com/2071-1050/8/10/1078/htm>

Reinhold, F. F. (1996). *The loyalty Effect: The Hidden Forces Behind Growth, Profits and Lasting Value*. Boston Massachusetts: Harvard Business School Press

Reinhold, F. F. (1996). *The Quest for Loyalty: Creating Value through Partnership*. Boston Massachusetts: Harvard Business School Press

Renneboog, L., Horst, J. T. og Zhang, C. (2008). *Socially responsible investments: Institutional aspects, performance and investor behaviour*. *Journal of Banking and Finance*, Vol. 35, No. 9, s. 2388-2406. Hentet fra: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0378426611000781>

Riis, C. og Moen, R. E. (2017). *Moderne mikroøkonomi*. Norge: Gyldendal Akademisk Forlag. 4.utgave

Rockström, J., Steffen, W., Noone, K., Persson, Å., Chapin III, F. S., Lambin, E.,...Liverman, D. (2009). *Planetary Boundaries Exploring the Safe Operating Space for Humanity*. *Ecology and Society*, Vol. 14, No. 2. Hentet fra:  
[http://www.jstor.org/stable/26268316?seq=1#page\\_scan\\_tab\\_contents](http://www.jstor.org/stable/26268316?seq=1#page_scan_tab_contents)

Sachs, D. J. (2015). *The age of sustainable development*. New York: Columbia University Press

Shefrin, H. (2008). *A Behavioural Approach to Asset Pricing*. USA: Academic Press, Elsevier. 2. utgave. Hentet fra:  
[https://books.google.no/books?hl=no&lr=&id=iCGuyKerWHQC&oi=fnd&pg=PP1&dq=Shefrin,+H.+\(2008\).+A+Behavioural+Approach+to+Asset+Pricing.&ots=iuXDN0d8Lp&sig=PpTawCrgd\\_t3XIjTqCvT-LZBQe8&redir\\_esc=y#v=onepage&q=Shefrin%2C%20H.%20\(2008\).%20A%20Behavioural%20Approach%20to%20Asset%20Pricing.&f=false](https://books.google.no/books?hl=no&lr=&id=iCGuyKerWHQC&oi=fnd&pg=PP1&dq=Shefrin,+H.+(2008).+A+Behavioural+Approach+to+Asset+Pricing.&ots=iuXDN0d8Lp&sig=PpTawCrgd_t3XIjTqCvT-LZBQe8&redir_esc=y#v=onepage&q=Shefrin%2C%20H.%20(2008).%20A%20Behavioural%20Approach%20to%20Asset%20Pricing.&f=false)

Shleifer, Andrei. (2000). *Inefficient markets; an introduction to behavioural finance*. USA: Oxford University Press

Skjønberg, E. (2011). *Oljeutslipp gir alvorlige skadevirkninger for fisk*. Hentet fra:  
[https://www.forskningsradet.no/no/Nyheter/Oljeutslipp\\_gir\\_alvorlige\\_skadevirkninger\\_for\\_fisk/1253969464883&p=](https://www.forskningsradet.no/no/Nyheter/Oljeutslipp_gir_alvorlige_skadevirkninger_for_fisk/1253969464883&p=)

Stern, N. (2008). *The Economics of Climate Change*. *The American Economic Review*, Vol. 98, No. 2, s. 1-37. Hentet fra:

[http://www.jstor.org/stable/pdf/29729990.pdf?casa\\_token=ZZVqt\\_FIQeQAAAAA:VubDUCwasDU7MBNmjOJLt3bxySI7bagl\\_M2BWX9EdhS4FqGQ\\_IYsqeB6Dj91firwaTiXaPn1kQtrfTL4JAMINS8iIgAPMBF2asecnpnYKjy70weBEf-DAeg](http://www.jstor.org/stable/pdf/29729990.pdf?casa_token=ZZVqt_FIQeQAAAAA:VubDUCwasDU7MBNmjOJLt3bxySI7bagl_M2BWX9EdhS4FqGQ_IYsqeB6Dj91firwaTiXaPn1kQtrfTL4JAMINS8iIgAPMBF2asecnpnYKjy70weBEf-DAeg)

Storebrand. (2018). *Bærekraftige investeringer*. Hentet fra: <https://www.storebrand.no/om-storebrand/barekraft/investeringer>

Storebrand. (2018). *Forpliktelser, utmerkelseser, sertifisering og internasjonalt samarbeid*. Hentet fra: <https://www.storebrand.no/om-storebrand/barekraft/forpliktelseser-utmerkelseser-samarbeid>

Storebrand. (2018). *Storebrand-aksjen*. Hentet fra: <https://www.storebrand.no/investor-relations/aksjen>

Storebrand. (2018). *Storebrandstandarden*. Hentet fra: <https://www.storebrand.no/om-storebrand/barekraft/storebrandstandarden>

Storebrand. (2018). *Vår drivkraft*. Hentet fra: <https://www.storebrand.no/om-storebrand/var-drivkraft>

Storebrand. (2018). *Vår klimastrategi*. Hentet fra: <https://www.storebrand.no/om-storebrand/barekraft/klimastrategi>

Straffeloven. (2009). Lov om straff m.v. 19.juni 2009 nr. 74. Hentet fra: [https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2005-05-20-28/KAPITTEL\\_2-15#%C2%A7387](https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2005-05-20-28/KAPITTEL_2-15#%C2%A7387)

United Nations Development Programme. (2016). *Human Development Report 2016; Human Development for Everyone*. Hentet fra: <http://hdr.undp.org/en/2016-report/download>

United Nations Global Compact. (2011). *Guiding Principles on Business and Human Rights*. United Nation Document. Hentet fra: <https://www.unglobalcompact.org/library/2>

United Nations Global Compact. (2018). *The Ten Principles of the UN Global Compact*. Hentet fra: <https://www.unglobalcompact.org/what-is-gc/mission/principles>

UNPRI. (2017). *New and delisted signatories*. Hentet fra: <http://annualreport.unpri.org/signatories.html>

UNPRI. (2018). *About the PRI*. Hentet fra: <https://www.unpri.org/about-the-pri>

UNPRI. (2018). *What are the Principles for Responsible Investment?* Hentet fra: <https://www.unpri.org/pri/what-are-the-principles-for-responsible-investment>

US Social Investment Forum (USSIF). (2014). *Report on US Sustainable, Responsible and Impact Investing Trends 2014*. Hentet fra: [https://www.ussif.org/Files/Publications/SIF\\_Trends\\_14.F.ES.pdf](https://www.ussif.org/Files/Publications/SIF_Trends_14.F.ES.pdf)

Utenriksdepartementet (2018). *Klima og miljø*. Hentet fra: <https://www.norway.no/no/iceland/verdier-prioriteringer/klima-miljo/>

Verheyden, T., Eccles, G. R. og Feiner, A. (2016). ESG for All? The Impact of ESG Screening on Return, Risk, and Diversification. *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 28, No.2, s. 47-55. Hentet fra: [https://arabesque.com/research/ESG\\_for\\_All.pdf](https://arabesque.com/research/ESG_for_All.pdf)

Wood, D. og Hoff, B. (2007). *Handbook on Responsible Investment Across Asset Classes*. Chestnut Hill, MA: Boston College Center for Corporate Citizenship. Hentet fra: <https://thegiin.org/assets/documents/pub/handbook-on-responsible-investment-across-asset-classes.pdf>

World Business Council for Sustainable Development. (2010). *Vision 2050*. Hentet fra: <https://www.wbcsd.org/Overview/About-us/Vision2050/Resources/Vision-2050-The-new-agenda-for-business>

World Commission on Environment and Development. (1987). *Our Common Future*. Hentet fra: <http://www.un-documents.net/our-common-future.pdf>

## **Vedlegg**

### **Vedlegg 1 – Intervjuguide 1**

Vi er to stykker som skriver en masteroppgave på Handelshøyskolen ved Universitetet i Agder, Kristiansand. Det har den senere tid blitt et økt fokus på bærekraft i finansmarkedet. Vår motivasjon for oppgaven er å belyse en aktuell tematikk og vi er derfor nysgjerrige på hvordan norske kapitalforvaltere integrerer bærekraft gjennom utøvelse av ansvarlige investeringer. Formålet med oppgaven er derfor å undersøke om bærekraft og finans kan forenes.

Studien baseres på en kvalitativ forskningsmetode ved bruk av semistrukturert intervju. Respondenten som intervjues skal ikke nevnes med navn og det vil heller ikke være mulige å identifisere respondenten i oppgaven. Opplysningene som respondenten oppgir vil bli behandlet konfidensielt og anonymisert 1.juni 2018. Respondenten kan selv velge å ikke svare på spørsmål hvis det oppleves som upassende. Videre vil respondenten få mulighet til å trekke seg når som helst uten krav om begrunnelse. Nedenfor følger spørsmål som respondenten skal svare på i samtale med oss.

Med vennlig hilsen

Ingunn Borlaug og Linn Aarsten

Telefon: 47341469 / 97737015

### **Intervjuspørsmål til kapitalforvaltere**

#### **Kort beskrivelse av kapitalforvalter:**

- Hvor lenge har du jobbet som forvalter?
- Hva er du utdannet som og fra hvor?
- Har ansvarlige investeringer vært tematisert i utdannelsen?

1. Hva legger du i begrepene ansvarlige investering og ESG?

#### **Hvordan praktiseres ansvarlige investeringer:**

2. Hvordan praktiseres du ansvarlige investeringer/ESG i ditt arbeid?
3. Hvordan vektlegges bokstavene E, S og G i ditt arbeid? Hvorfor er det slik?

4. De siste ukene har det vært uro i markedet, hvordan påvirker dette arbeidet ditt som kapitalforvalter i henhold til ansvarlige investeringer/ESG?
5. Hvordan har ditt arbeid med ansvarlige investeringer/ESG endret seg over tid? når og hvorfor? Framtidsutsikter?

**Hvorfor praktiseres ansvarlige investeringer:**

6. Hvorfor fokuserer du på ansvarlige investeringer/ESG i ditt arbeid?
7. Hvilke muligheter eller ulemper ser du ved å praktisere ansvarlige investeringer/ESG?
8. Hva slags insentiver benyttes for å motivere deg i ditt arbeid, generelt og i forhold til ansvarlige investeringer/ESG?

*(Signalisere til informanten at intervjuet snart er ferdig)*

**Utfordringer og forbedringer**

9. Har du noen tanker om interessekonflikt som kan oppstå hos en kapitalforvalter i henhold til ansvarlige investeringer/ESG?
10. Hva tror du er den største utfordringen til kapitalforvaltere i henhold til ansvarlige investeringer/ESG?
11. I forbindelse med tilrettelegges for ansvarlige investering/ ESG screening i ditt arbeid, har du forslag til forbedring?

**Avsluttende spørsmål**

12. Hvordan tror du finansforetaket du jobber for skiller seg fra andre finansforetak i forhold til ansvarlige investeringer/ESG?

## **Vedlegg 2 – Intervjuguide 2**

Vi er to stykker som skriver en masteroppgave på Handelshøyskolen ved Universitetet i Agder, Kristiansand. Det har den senere tid blitt et økt fokus på bærekraft i finansmarkedet. Vår motivasjon for oppgaven er å belyse en aktuell tematikk og vi er derfor nysgjerrige på hvordan norske kapitalforvaltere integrerer bærekraft gjennom utøvelse av ansvarlige investeringer. Formålet med oppgaven er derfor å undersøke om bærekraft og finans kan forenes.

Studien baseres på en kvalitativ forskningsmetode ved bruk av semistrukturert intervju. Respondenten som intervjues skal ikke nevnes med navn og det vil heller ikke være mulige å identifisere respondenten i oppgaven. Opplysningene som respondenten oppgir vil bli behandlet konfidensielt og anonymisert 1.juni 2018. Respondenten kan selv velge å ikke svare på spørsmål hvis det oppleves som upassende. Videre vil respondenten få mulighet til å trekke seg når som helst uten krav om begrunnelse. Nedenfor følger spørsmål som respondenten skal svare på i samtale med oss.

Med vennlig hilsen

Ingunn Borlaug og Linn Aarsten

Telefon: 47341469 / 97737015

### **Intervjuspørsmål**

1. Kort beskrivelse av deg selv
2. Hvordan praktiserer du bærekraft i ditt arbeid?
3. Tilretteleggelse og tilgang på info og verktøy. For deg og kapitalforvaltere? Har du noen forslag til forbedring?
4. Har du en oppfatning om at det er ulikt fokus på bokstavene E, S og G?
5. Hvorfor fokuserer du på bærekraft i ditt arbeid? Hvorfor er det viktig?
6. Muligheter eller ulemper med å praktisere ansvarlige investeringer/ESG
7. Hva tror du er den største utfordringen til kapitalforvaltere i forhold til ansvarlige investeringer/ESG?
8. Hvordan blir bærekraft implementert/påvirker i fundamental analyse?

9. Hvor enkelt/vanskelig er det å predikere selskapene i henhold til bærekraft og ESG?
10. Har du en formening om det kan være under eller overpriset, eller eventuelt hvordan det vil bli i fremtiden?

*(Signalisere til informanten at intervjuet snart er ferdig)*

11. Hvor viktig er initiativer for at finansforetak generelt fokuserer på bærekraft?
12. Har fokuset endret seg over tid? – utdyp hvis ja: når og hvorfor? historikk?  
Framtidsutsikter?
13. Vil et sterkere fokus på bærekraft kunne skape en større tillitt i samfunnet til finansforetak?
14. Vil et fokus på bærekraft skape en vinn-vinn situasjon til fordel for både selskapet og samfunnet?

### **Vedlegg 3 – Refleksjonsnotat 1**

Formålet med studien er å undersøke om bærekraft og finansmarked er mulig å forene. Bærekraft og finansmarked er tilsynelatende to motstridende hensyn som kan være vanskelige å forene. En forklaring på det er at bærekraft er et relativt nytt begrep i finansmarkedet og at integreringen av bærekraft i finansmarkedet befinner seg i en vekstfase. Mangel på informasjon og subjektivitet kan derfor være utfordringer som vi forventer kan oppstå.

Vi ønsker derfor i denne oppgaven å undersøke hvordan utøvelsen av bærekraft skjer i finansmarkedet og hvordan kapitalforvaltere agerer i en vekstfase hvor bærekraft ikke er standardisert. Ved å besvare studiens fire forskningsspørsmål har vi kommet frem til at kapitalforvaltere i nyere tid kan forene bærekraft og finans gjennom utøvelse av ansvarlige investeringer. Vi ser at det foreligger drivere for at kapitalforvaltere ønsker å integrere bærekraft i forvaltningen. Vi finner også at en balanse mellom økonomiske, sosiale og miljømessige hensyn faktisk er mulig, men at balanseringen ikke er optimal på bakgrunn av variasjoner og konsekvenser som foreligger. Variasjonen skyldes hovedsakelig mangel på informasjon og subjektivitet i tolking av informasjon

#### **Internasjonale trender**

Bærekraft er et tema som har fått et økt fokus internasjonalt. Økt tilgang på dokumentasjon og flere studier viser at jordkloden står overfor utfordringer som bryter med en bærekraftig utvikling. Land, myndigheter, institusjoner, samt privatpersoner, må integrere tiltak som står i tråd med en bærekraftig utvikling. Som en respons på dette ser vi det foreligger et skifte hvor et langsiktig tidsperspektiv i økende blir tatt i bruk i næringslivet. Et langsiktig tidsperspektiv gjør det lettere å integrere bærekraft og det vil være lettere å se hvilke positive effekter et fokus på bærekraft gir. Et internasjonalt fokus på bærekraft viser også at utviklingsland på svært kort tid har integrert bærekraft i økende grad. Utviklingsland har et behov for å ivareta økonomiske, sosiale og miljømessige hensyn slik at en bærekraftig utvikling kan finne sted. I Norge derimot, foreligger det strenge krav og reguleringer som gjør at behovet for en rask integrering av bærekraft nødvendigvis ikke er like viktig.

I tråd med de internasjonale trendene, må også finansmarkedet integrere bærekraft i større grad. Finansmarkedet spiller en nøkkelrolle i mange av de utfordringene jordkloden står overfor og det har blitt iverksatt tiltak som skal integrere bærekraft i finansmarkedet. PRI er et eksempel



på et slik tiltak. I takt med en økende internasjonal trend på bærekraft, kan finansmarkedet risikere å miste tillit til samfunnet om det ikke blir integrert. Finansmarkedets tillitt i samfunnet er viktig og har på lik linje med bærekraft, en effekt på finansmarkedets langsiktige lønnsomhet.

Bærekraft og finans er to motstridende hensyn som i liten grad har blitt belyst sammen i studiet. Bærekraft har vært en underliggende tematikk i flere fag, men har i svært liten grad blitt trukket frem som en internasjonal trend. Unntaket er faget «Culture and Ethics», høsten 2017, hvor hovedfokuset var på etikk og bærekraft. Finans har vært integrert i flere fag hvor det hovedsakelig har vært fokus på regnskap, finansielle analyser og verdsettelse. Finansfagene har hatt et utelukkende fokus på det teoretiske og et begrenset fokus på den praktiske utøvelsen av finans.

### **Innovasjon**

Å forene bærekraft og finans er ett nytt felt med få tradisjoner. Vi ser at feltet befinner seg i en vekstfase med et behov for videreutvikling. For å videreutvikle dette feltet må det tilrettelegges for diskusjon og nyskapning slik at nye og bedre løsninger på integrering av bærekraft i finansmarkedet kan bli utarbeidet. Et fokus på diskusjon og nyskapning kan føre til innovative løsninger på hvordan bærekraft og finans kan forenes på en mest hensiktsmessig og lønnsom måte.

Innovasjon er nøkkelen til videreutvikling, men vi ser allikevel at egenskaper ved finansmarkedet kan begrense muligheter til innovasjon. Det foreligger behov, etterspørsel og krav etter avkastning på kort sikt som kapitalforvalteren må tilfredsstille. Videre har finansmarkedet innarbeidet seg gode løsninger og strategier for å hente ut avkastning, som kan gjøre det utfordrende å utarbeide nye løsninger. Finansmarkedet er et felt med lange tradisjoner hvor løsninger og strategier er sterkt integrert. Vi ser også at å forene bærekraft og finans er et relativt nytt felt hvor det foreligger begrenset med informasjon og dokumentasjon, som kan gjøre det utfordrende for kapitalforvaltere å forene. For større grad av innovasjon i finansmarkedet, bør det integreres en langsiktig investeringshorisont. Dette vil redusere kravet om kortsiktig avkastning og gjør det lettere, samt mer ønskelig for kapitalforvalteren å utøve ansvarlighet på en mer innovativ måte i forvaltningen.

## **Ansvarlighet**

Med utgangspunkt i Elkingtons tredelte bunnlinje kan vi beskrive ansvarlighet som en utøvelse der hvor økonomiske, sosial og miljømessige hensyn ivaretas (Elkington, 1997). Med en slik tilnærming til ansvarlighet har kapitalforvalteren et ansvar om å forvalte kundenes kapital på en finansiell og fornuftig måte, hvor både økonomiske, sosiale og miljømessige hensyn i imøtekommes. Kapitalforvalteren skal ikke kun skape avkastning, men også bidra positivt til samfunnet. Et større fokus på bærekraft i samfunnet, gjør at ansvarlighet etterspørres i større grad. En utøvelse av ansvarlighet hvor økonomiske, sosiale og miljømessige hensyn imøtekommes, vil derfor skape tillitt i samfunnet og avkastning over tid.

Ansvarlighet handler også om åpenhet. Kapitalforvalteren må alltid begrunne sine valg og dele det med samfunnet slik alle kan ta velinformerte og riktige beslutninger. Uansvarlig utøvelse av investeringer hvor informasjon om forvaltningen ikke deles, kan føre til at kunder risikerer å plassere kapital i uetiske fond som ikke står i tråd med kundens etterspørsel for en ansvarlig investering. En konsekvens av det er at kunden mister tillit til kapitalforvalterens, samt finansmarkedet. Et fokus på åpent vil også gjøre det lettere for kunder å forstå hva ansvarlighet faktisk innebærer og interessen for ansvarlighet i forvaltning kan øke ytterligere. På den måten kan kapitalforvalteren lettere tilby ansvarlige produkter i markedet og dermed få en økt tilgang på kapital i forvaltningen. Ansvarlighet handler også om å videreutvikle utøvelsen av ansvarlige investeringer, slik at utøvelsen står i tråd krav, retningslinjer i markedet. Jordklodens utfordringer har blitt dokumentert og det stilles større krav til at dette blir integrert. Videre vil et fokus på åpenhet gjør at kapitalforvaltere i større grad kan lære av hverandre og dermed utøve ansvarlighet på en enda bedre måte.

Hva som defineres som ansvarlig, bestemmes i stor grad av media. Media påvirker samfunnets oppfattelse av ansvarlighet og kan styre deres forventinger til tematikken. Hva som er en ansvarlig utøvelse av investeringer i følge media, defineres typisk med utgangspunkt i Oljefondets etiske retningslinjer og internasjonale initiativer som FN. Kapitalforvaltere som bryter med media sin definisjon av ansvarlighet kan raskt få negative konsekvenser. Ved at kapitalforvalteren begrunner sine valg for utøvelse av ansvarlig investeringer, vil det være vanskelig for media å kritisere utøvelsen. Et fokus på åpenhet viser at kapitalforvalteren ærlig og at det foreligger en forklaring på hvilke valg som er tatt. Åpenhet kan tydeliggjøre ovenfor samfunnet at ansvarlighet er utøvet av kapitalforvalteren, med beste hensikt.

## **Vedlegg 4 – Refleksjonsnotat 2**

Temaet for vår masteroppgave er å undersøke om bærekraft og finans er forenelig. Vi står i dag ovenfor en rekke utfordringer på grunn av jordklodens begrensede ressurskapasitet og vi er i en tid der også finansmarkedet må omstiller seg. Vi har derfor valgt å undersøke hvordan utøvelsen av bærekraft skjer i kapitalforvaltningen. Kapitalforvalteren kan ivareta bærekraftige hensyn ved å utøve ansvarlige investeringer. Studien kartlegger hvordan kapitalforvaltere utøver ansvarlige investeringer, samt drivere, variasjoner og konsekvenser knyttet til utøvelsen.

For å besvare problemstillingen valgte vi å benytte en kvalitativ forskningsmetode, ved bruk av semistrukturert intervju og dokumentanalyse. Etter datainnsamlingen kunne vi trekke frem flere interessante funn. Blant annet ser vi at integreringen av bærekraft befinner seg i en vekstfase, noe som kan gjøre det utfordrende for en kapitalforvalter å forene bærekraft og finans i forvaltningen. Å forene bærekraft og finans er mulig, men vi ser at utøvelsen i dag ikke er optimal. Over tid vil det komme løsninger slik som økt informasjonstilgang og lengre investeringshorisonter, som kan gjøre det lettere for kapitalforvalteren å integrere bærekraft i kapitalforvaltningen.

### **Internasjonalisering**

Jordklodens utfordringer gjør det nødvendig for hele jordens befolkning å ta grep om utfordringene. Det har blitt et stort internasjonalt fokus på bærekraft og finansforetakene mener at det er nødvendig å fokusere på bærekraft for å eksistere i fremtiden. Hvis finansforetak ikke integrerer bærekraft i sin virksomhet vil en kunne miste tilliten til kundene og samfunnet, noe som direkte ville gått ut over lønnsomheten på lang sikt.

Internasjonalt kan vi stadig se flere land og flere land som skifter over fra et kortsiktig investeringsperspektiv, til et mer langsiktig perspektiv. Internasjonale initiativer som PRI og FN har skapt et økt fokus på langsiktighet og ansvarlighet. Alle verdens land har forpliktet seg til Parisavtalen som skaper et fellesprosjekt for jordklodens befolkning. Dette er viktig for å skape en internasjonalisering i verden på bærekraft.

Høsten 2017 fulgte jeg et kombinert internship og utvekslingsprogram i Indonesia, hvor jeg fikk en litt større forståelse av at bærekraft trenger å internasjonaliseres i større grad. Norge har kommet langt i forhold til mange andre land ved å ivareta og forstå de sosiale og miljømessige

hensynene i større grad. I løpet av studieforløpet på Universitetet i Agder har bærekraft og finans blitt fremlagt separert i fagundervisningen. Forklaringen er nok like enkel som vårt utsagn om at de to hensynene virker tilsynelatende motstridende. Det er i høyeste grad økonomi-og finansfag jeg naturlig nok har tilegnet meg mest kunnskap om gjennom studiene. Noe som har dannet grunnlaget for min forståelse innenfor finans-delen av denne masteroppgaven.

### **Innovasjon**

I finansbransjen er det definitivt behov for innovasjon, noe som vil styrke finansforetakenes posisjon i markedet. Allikevel kan det virke som at det er lite rom for innovasjon i kapitalforvaltningen i Norge, av den grunn at Norge er sterkt regulert og også har sterke pådrivere. I Norge har vi Oljefondet som i stor grad gir retningslinjer for hvordan finansforetak bør utøve ansvarlige investeringer. Ved at alle finansforetakene i stor grad følger Oljefondets retningslinjer, vil kunne begrense diskusjon og innovasjon i finansbransjen. Slik situasjonen er i dag er det å forene bærekraft og finans et relativt nytt felt. Det vil si at det derfor vil kunne være viktig å ha et spillerom i kapitalforvaltningen, slik at finansforetakene har en viss grad av fleksibilitet og mulighet til å skape diskusjon som videre kan føre til innovative løsninger.

Tid vil være nøkkelen for at bærekraft og finans kan forenes optimalt. En lengre investeringshorisont vil skape muligheter for innovasjon. Begrenset informasjon og kortsiktighet på feltet gjør det vanskelig for en kapitalforvalter å se løsninger og være innovativ nå. I tillegg kan det være vanskelig å være langsiktig og tenke nyskapende når kundene fortsatt har et kortsiktig perspektiv.

### **Ansvar**

Ansvarlighet er svært sentralt i kapitalforvaltningen. En kapitalforvalter har ansvar for at pengene til en kunde forvaltes på en finansiell og ansvarlig måte. Formålet til kunden er å oppnå høyest mulig avkastning, og det vil dermed være kapitalforvalters jobb å ivareta kundens ønske. Over tid har vi sett at kunden også etterspør at sosiale og miljømessige hensyn integreres i kapitalforvaltningen. En kapitalforvalter har dermed ikke bare en finansiell rolle, men også en sosial rolle. På den måten vil også en kapitalforvalter investere enda mer ansvarlig. Slik som vi har undersøkt i denne oppgaven, så viser en kapitalforvalter ansvarlighet ved å ivareta økonomiske, sosiale og miljømessige hensyn. Dette vil igjen skape tillit til både kunder og samfunnet.

En kapitalforvalter må ta mange beslutninger som ofte kan virke vanskelige. Spesielt hvis media lager store overskrifter om hvor feil det er å investere i et spesifikt selskap som kanskje kapitalforvalteren allerede har i sin portefølje. I slike tilfeller vil det være viktig at kapitalforvalteren tar ansvar og begrunner sine valg godt for hvorfor det ikke er riktig å ekskludere et slik type selskap. Vi ser derfor at det er viktig at en kapitalforvalter er tydelig og åpen i hvordan ansvarlige investeringer utøves. På den måten tar også kapitalforvalteren et ansvar for at kundene kan ta gode og informerte investeringsbeslutninger. Dette vil også skape en økt kunnskap på feltet, noe som også enkelte respondenter mener er kapitalforvalterens ansvarsområde.