

(Uoffisiell oversettelse fra engelsk)

Strategirådet 2013

Ansvarlig investeringspraksis og
Statens pensjonsfond utland

Hovedrapport

Professor Elroy Dimson (leder)

LBS og Cambridge Judge Business School

Idar Kreutzer

Administrerende direktør, Finans Norge

Rob Lake

Konsulent; tidligere direktør i Principles for Responsible Investment

Hege Sjo

Seniorrådgiver, Hermes Fund Managers

Professor Laura Starks

University of Texas, Austin

11. november 2013

Innhold

1. Innledning	3
2. Motivasjon for og praksis ved ansvarlige investeringer	4
2.1. Viktigste motivasjonsfaktorer.....	4
2.2. Uttalte begrunnelser	6
2.3. Prinsipper for ansvarlig investering	7
2.4. Eierskapsstrategier	8
2.5. Vurdering av virkning	10
3. Forskningsresultater om ansvarlige investeringer	10
3.1. Motivasjon og prinsipper for ansvarlige investeringer.....	10
3.2. Eierskapsstrategier	11
3.3. Porteføljeovervåking, stemmegivning og aktivt eierskap.....	11
3.4. Observasjonslister og utelukkelse	13
4. Fondets strategi, erfaringer og organisering	15
4.1. Formell struktur.....	16
4.2. Investeringsmandatet	16
4.3. Retningslinjer for observasjon og utelukkelse	17
5. Observasjoner	17
5.1. Rammeverket for ansvarlige investeringer	18
5.2. Motivasjon	19
5.3. Konsekvenser av(ved) å være stor og langsiktig.....	19
5.4. Utvikling av prinsipper og strategier for ansvarlige investeringer.....	21
5.5. Observasjoner knyttet til dagens struktur	23
5.6. Begrensninger for ansvarlige investeringer.....	24
5.7. De tre pilarene med anbefalinger	25
6. Pilar én: Mål og strategi	26
7. Pilar to: Åpenhet og ansvarliggjøring	28
8. Pilar tre: Integrere fondets arbeid for ansvarlige investeringer	29
9. Konklusjoner	32
10. Referanser	34

Hovedrapport

Sammendrag: Vi presenterer analyser og gir Finansdepartement råd om strategi for ansvarlig investering av midlene i Statens pensjonsfond utland. På grunnlag av en detaljert gjennomgang av litteraturen og omfattende konsultasjoner med investeringsekspert, presenterer vi en bred oversikt over motivene for ansvarlige investeringer, relevant forskningsdokumentasjon, hvordan dette er aktuelt for fondet, og hva sammenliknbare fond gjør på dette området. Vi har delt anbefalingene for fondet inn i tre grupper der fokus er på henholdsvis mål og strategi for ansvarlige investeringer, på tiltak knyttet til åpenhet og ansvarliggjøring, og på endringer av fondets styringsstruktur som vil bidra til en mer integrert tilnærming til ansvarlige investeringer. Oppsummeringen gir et lengre sammendrag.

1. Innledning

Strategirådet 2013 for Statens pensjonsfond utland (SPU eller fondet) ble bedt om å gi råd om hvordan videreutvikle fondets strategien for ansvarlige investeringer, øke graden av åpenhet og oppmuntre til debatt om viktige beslutninger som gjelder forvaltningen av fondet. Vi har ikke evaluert Norges Banks operative forvaltning av SPU eller Etikkrådets tilrådinger om observasjon og utelukkelse.

Rådets mandat følger som vedlegg til oppsummeringen (eget dokument). Medlemmene av rådet er professor Elroy Dimson ved London Business School og Cambridge Judge Business School; Idar Kreutzer, administrerende direktør i Finans Norge; Rob Lake, konsulent og tidligere direktør for ansvarlige investeringer i organisasjonen Responsible Investment ved Principles for Responsible Investment (PRI); Hege Sjø, seniorrådgiver i Hermes Investment Management; og professor Laura Starks ved University of Texas. Nærmere opplysninger om medlemmene følger som vedlegg til oppsummeringen.

For å oppfylle mandatet innhentet vi opplysninger fra mange kilder. Disse kildene omfatter dokumenter i utskrift og på nettsider fra norske myndigheter, Etikkrådet og Norges Bank. Vi har holdt møter, hatt drøftelser, gjennomført intervjuer, herunder omfattende dialoger med ledende investeringsekspert samt ansatte i Norges Bank og Etikkrådet. Vi har også vært i kontakt med norske porteføljeforvaltere, frivillige organisasjoner, konsulenter, forskere, leverandører av data om miljø- og samfunnsmessige forhold samt god styringsstruktur (ESG), og investeringsekspert fra sammenliknbare fond i Europa, Nord-Amerika og Stillehavsområdet. Spesielt har vi gjennomgått tilnærmingen til ansvarlig investering i en rekke fond som kan anses som sammenliknbare med SPU på grunnlag av størrelse, formål og interesse for ansvarlige investeringer.¹ Vi har vurdert standardsettere og retningslinjer som er relevante for institusjonelle investorer.² Endelig har vi gjennomgått hvordan fondsforvaltere og sell-side-analytikere svarer på klienters eierskapspreferanser.³

Med støtte fra Finansdepartementet gjennomførte vi to arrangementer for å bli ytterligere informert om forskning og praksis vedrørende ansvarlige investeringer. Det første var et seminar om ansvarlig

1 Vi har hatt intervjuer med APG (Nederland, på vegne av pensjonsfondet ABP); CalPERS (USA); Etikkrådet for de svenske AP-fondene; New Zealand Superannuation Fund (NZSF); og PGGM (Nederland, på vegne av pensjonsfondet PFZW). Vi har også gjennomgått allment tilgjengelig materiale fra ATP (Danmark) og CPPIB (Canada), BTPS (UK), TIAA-CREF (USA), Folketrygdfondet, KLP og Storebrand.

2 Listen omfatter blant annet PRI, ICGN, ACSI/FSC (Australia), CCGG (Canada), NAPF (UK), FRC (UK), Kay Review (UK), styringsregler og UK Stewardship Code. Forkortelsene for organisasjonene i denne og den foregående fotnoten er oppført under referanser.

3 Organisasjoner vi har vurdert, omfatter Hermes Fund Managers og F&C, på kjøpsiden, og Goldman Sachs GSSustain, Société Générale og UBS, på salgssiden.

investering ved Cambridge University's Judge Business School 31. mai 2013. Formålet med seminaret var å samle kapitaleiere, investeringsforvaltere og eksperter på ansvarlige investeringer for å få større klarhet i formålene for og resultatene av slike investeringsstrategier. Rapport fra dette seminaret vil bli offentliggjort i *Journal of Investment Management* (Towner, 2013). Det andre arrangementet var en konferanse om ansvarlige investeringer avholdt 20. juni 2013 i Oslo. Formålet med denne konferansen var å gi Strategirådet en mulighet til å få høre synspunktene til frivillige organisasjoner og andre interessenter når det gjelder fondets strategi for ansvarlige investeringer. Rapport fra denne konferansen vil bli offentliggjort i *Journal of Investment Management* (Takaki, 2013).

Medlemmer av Strategirådet deltok på Sustainability and Finance Symposium, som var sponset av University of California, Davis og CalPERS for å samle akademikere og praktikere til debatt og diskusjon om bærekraftig finansvirksomhet fra en stor kapitaleiers ståsted. De deltok også på minst 13 andre faglige møter i Europa og Nord-Amerika. Rådet vil gjerne benytte denne anledningen til å takke alle som har bidratt med kunnskap i denne prosessen.

På grunnlag av dette arbeidet presenterer vi i de neste fire kapitlene analyser som fører til anbefalinger om fondets strategi for ansvarlige investeringer. Disse anbefalingene bygger på tre grunnpilarer: Pilar én omhandler mål og strategi, Pilar to gjelder åpenhet og ansvarlighet, og Pilar tre gjennomgår fondets styringsstruktur. Disse tre pilarene er fordelt på hvert sitt kapittel i denne rapporten. Vi avslutter med et kort konkluderende kapittel.

2. Motivasjon for og praksis ved ansvarlige investeringer

I dette kapitlet etablerer vi et utgangspunkt for å drøfte strategier for ansvarlige investeringer. Vi utvikler et rammeverk for å forstå de forskjellige komponentene som inngår i ansvarlig investeringspraksis. Dette er en pragmatisk og praktisk tilnærming til temaer som betyr forskjellige ting for forskjellige aktører.

Vårt rammeverk for utvikling av ansvarlig investeringspraksis omfatter fem deler. For det første drøfter vi motivasjonen for ansvarlig investeringspraksis. For det andre gjennomgår vi uttalelser fra en rekke sammenliknbare fond om bakgrunnen for deres prinsipper for ansvarlige investeringer. For det tredje drøfter vi de prinsippene som er blitt vedtatt. For det fjerde gjennomgår vi fondenes eierskapsstrategier. Dette innebærer en drøftelse av porteføljeovervåking, stemmegivning, selskapskontakt, samarbeid med andre eiere, dialog med reguleringsmyndigheter, aksjonærforslag, åpenhet samt "observasjonslister" og utelukkelse. Til slutt i dette kapitlet vurderer vi effekten av ansvarlig investeringspraksis.

2.1. Viktigste motivasjonsfaktorer

Motivasjonen for ansvarlige investeringer varierer blant investorer, og dette påvirker deres mål og strategier. I et forsøk på å gi et overblikk over hvorfor og hvordan investorer håndterer "ansvar", definerer vi et allment sett av motivasjoner. I vår drøftelse gir vi henvisninger til akademisk forskning og praksis i sammenliknbare fond og annen relevant praksis.

Å være klar på motivasjonen for ansvarlige investeringer er en vesentlig utfordring, men det er en viktig forutsetning for en effektiv strategi. En definisjon av "beste praksis" for ansvarlige investeringer er ikke til særlig nytte fordi kapitaleiere og deres forvaltere ofte svarer på forhold forbundet med kapitaleierens spesielle situasjon. Følgelig er det en kapitaleiers oppgave å fastsette klare mål, prioriteter, strategier og sentrale resultatindikatorer basert på fondets egne karakteristika og investeringsstrategier samt de berørtes forventninger.

Fondseiere, investeringsforvaltere og andre berørte parter legger forskjellige meninger i hva ansvarlige investeringer er. Termene som investorene vanligvis bruker, omfatter samfunnsansvarlig investering (socially responsible investment – SRI), bærekraftig og ansvarlig investering (sustainable and responsible investing – også vist til som SRI), langsiktig investering, miljø- og samfunnsmessige forhold samt styringsstruktur (ESG), eierskapspraksis og god forvaltning.

Nedenfor presenterer vi de viktigste motivasjonsfaktorene som får investorer til å engasjere seg i aktiviteter som gjelder ansvarlige investeringer. Målet er å knytte forbindelsen mellom en investors utgangspunkt og strategiene og aktivitetene som benyttes. Vi identifiserer fem generelle motivasjonstyper og undersøker hvordan disse brukes i praksis. Utfordringen er at investorene noen ganger er vage i sine uttalelser vedrørende strategier og metoder for ansvarlige investeringer, noe som kan gjøre det vanskelig å få tak i hva motivasjonen egentlig er. Vi fokuserer derfor på hovedargumentene bak hver motivasjonsfaktor for ansvarlige investeringer, herunder om motivasjonen hovedsakelig er ikke-finansiell. De fem motivasjonsfaktorene er som følger:

Unngå uetiske produkter. Argumentet er at det eksisterer en etisk eller moralsk overbevisning vedrørende eierskap i selskaper med visse produkter eller tjenester. Denne overbevisningen er at det finnes produkter som investoren rett og slett ikke ønsker å ha noe med å gjøre, og investoren er villig til å avstå fra eventuell avkastning fra disse investeringene. De vanligste utelukkelsene gjelder produksjon av visse våpen samt av tobakk eller pornografi.

Unngå selskaper med uetisk atferd. Denne motivasjonsfaktoren likner den første, men utelukkelsene gjenspeiler brudd på etiske atferdsstandarder slik de oppfattes av investoren eller av en ekstern organisasjon. Denne motivasjonsfaktoren gjenspeiler verdier – spørsmål om etikk, moral og ansvar – som anses for å være viktige. Eksempler er miljøvern, respekt for menneskerettigheter og rettferdighet i forretningsforhold og samfunnet som helhet. Den valgte strategien kan være enten negativ screening/utelukkelse eller engasjement for å stanse bestemte praksiser.

Være lydhør overfor interessegrupper. Investoren kan være opptatt av reaksjoner fra berørte parter dersom forhold ikke tas hånd om, særlig miljø- og samfunnsmessige spørsmål. Fondseier/forvalter synes kanskje ikke forholdene er uetiske, men kan bekymre seg for at berørte parter vurderer visse praksiser eller produkter som uakseptable. Dette er et argument som gjelder samfunnakksept for å drive virksomheten, men egnet reaksjon er kanskje ikke uttrykkelig fastsatt. Uten klare retningslinjer er det utfordrende å operasjonalisere strategien. Utelukkelse er bare en av flere mulige former for reaksjon.

Universelt eierskap. Svært store fond med globalt diversifiserte porteføljer kan eie en andel i tusenvis av selskaper. Dette gir en kostnads- og risikoeffektiv eksponering mot økonomisk verdiskapning over hele verden. En atferd som er uønsket, men likevel muligens lønnsom, kan gi gevinst til ett selskap på bekostning av andre og dermed skade porteføljearvkastningen generelt. For eksempel kan enkelte selskaper dra fordel av å eksternalisere miljøkostnader ved forurensning, men den kan øke kostnadene for andre. Slike negative virkninger kan være større enn gevinsten for de som forurenser slik at porteføljen som helhet får lavere avkastning. Forretningspraksis som innebærer at samfunns- eller miljømessige kostnader overføres på andre, kan redusere fremtidig økonomisk resultat, og det kan derfor være i investorens interesse å endre slik atferd. Eksternaliteter kan føre til at investorene engasjerer seg overfor selskapene de investerer i, eller samarbeider med de som trekker opp retningslinjene for politikken, for å internalisere kostnadene.

Bærekraft kan øke avkastning. Argumentet er at når investeringsprosessen ses i et bærekraftig og langsiktig perspektiv, kan risiko unngås og muligheter oppdages. Særlig forventes det at bedre forståelse av risiko og muligheter knyttet til miljø- og samfunnsmessige forhold samt godstyringsstruktur (ESG), vil føre til bedre investeringsbeslutninger. Tanken er at god styring av selskaper, markeder og land kan verne investorenes og andre interessenters interesser. Eksempler knyttet til bedrifters styringsstruktur er åpne strukturer for eierstyring og selskapsledelse, tilpassing av forvaltningsinsentiver til langsiktige eierinteresser, likebehandling av alle aksjonærer, pålitelig og korrekt finansiell rapportering samt dyktige og uavhengige styremedlemmer. I miljøspørsmål, er viktige områder klimaendringer, befolkningsvekst, ressursknapphet, ny teknologi og forhold som gjelder leverandørkjeden. Når det gjelder samfunnsmessige forhold, er argumentet at kostnader og operasjonell effektivitet påvirkes av hvordan selskapene samhandler med ansatte, andre i leverandørkjeden og lokalsamfunnet. Likeledes kan bestikkelser, korrupsjon og urettferdig praksis utløse uønskede reaksjoner fra regulerende myndigheter.

Denne femte motivasjonsfaktoren sammenfaller til en viss grad med argumentet om universelt eierskap. Potensialet for at bærekraft systematisk skal styrke avkastningen beror på en grad av markedssvikt, når problemer og konsekvenser ikke oppdages av investorene og overses av reguleringsmyndighetene. Innarbeiding av ESG-hensyn i investeringsanalyser kan forbedre en aktiv forvaltningsstrategi, mens passive strategier kan bruke et tillegg basert på ESG-poeng for å tilte porteføljen mot selskaper som er høyere vurdert. Sterke tilhengere av argumentet, herunder noen vi intervjuet, bygger porteføljer basert på ESG-egenskaper enten på selskaps- eller bransjenivå og investerer i henhold til tematiske eller "best i klassen"-kriterier, samtidig som verstingene lukes ut.

Tabell 1 viser forholdet mellom motivasjon for ansvarlige investeringer, underliggende premisser for dette og tilnærming til ansvarlige investeringer.

Tabell 1 – Motivasjon, premiss og tilnærming til ansvarlige investeringer

Motivasjon	Premiss	Tilnærming
1. Unngå uetiske produkter	<ul style="list-style-type: none"> • Moralske standarder vedrørende produkter • Vilje til å gi avkall på avkastning (ikke-finansiell motivasjon) 	<ul style="list-style-type: none"> • Utelukkelse av bransjer eller selskaper
2. Unngå selskaper med uetisk atferd	<ul style="list-style-type: none"> • Moralske standarder vedrørende selskapsatferd • Vilje til å gi avkall på avkastning (ikke-finansiell motivasjon) 	<ul style="list-style-type: none"> • Negativ screening/utelukkelse • Engasjement for å påvirke atferd
3. Være lydhør overfor interessegrupper	<ul style="list-style-type: none"> • Reagere på interessenters bekymringer • Eier/forvalter har kanskje ikke innvendinger mot praksisen • Fokus på om fondet har samfunnsaksept for å drive virksomheten (ikke-finansiell motivasjon) 	<ul style="list-style-type: none"> • Vanskelig å operasjonalisere • Hovedsakelig utelukkelse
4. Universelt eierskap	<ul style="list-style-type: none"> • Eierskap til en svært stor, diversifisert verdipapirportefølje • Fokus på portefølje, ikke enkeltstående selskap • Dempe kostnader for eksternaliteter (finansiell motivasjon) 	<ul style="list-style-type: none"> • Engasjement overfor selskaper • Engasjement overfor reguleringsmyndigheter og andre
5. Bærekraftighet kan forbedre resultatet	<ul style="list-style-type: none"> • Markedet priser ikke bærekraftsspørsmål effektivt • Behov for å rette opp en markedssvikt • Mål om at eksternaliteter blir internalisert (finansiell motivasjon) 	<ul style="list-style-type: none"> • Fremme bedre analyse og rapportering • ESG-integrering i investering • Engasjement vedrørende bærekraft • Engasjement vedrørende åpenhet • Porteføljerangering og screening • Stemmegivingspolicier

2.2. Uttalte begrunnelser

I samsvar med Finansdepartementets mandat til Strategirådet, har alle de sammenliknbare fondene vi har undersøkt ambisjoner om ansvarlige investeringer. Andre store statlige investeringsfond eller større offentlige pensjonsfond har ikke en slik tilnærming til ansvarlige investeringer. Likevel er det selv innen vårt utvalg av fond kart at det ikke er én enkelt motivasjonsfaktor for ansvarlige investeringer, og at det ikke fins én enkelt strategi eller ett sett av tilnærminger som er allment benyttet. Hvert enkelt fond har bestemte investeringsmål og strategier, sitt eget juridiske mandat og bestemte forventninger fra eierne av fondet, og fra samfunnet fondet opererer innenfor.

Men selv om fondene rapporterer om forskjellige begrunnelser og praksiser, fins det likevel likheter. I tabell 2 gir vi et bilde av uttalelser fra sammenliknbare fond og investeringsorganisasjoner vedrørende ansvarlige investeringer.

Tabell 2 – Begrunnelser for ansvarlige investeringer

Kilde til begrunnelsen	Uttalelse om investering
Andre fond	
ABP	ABP mener at selskaper med strategier som fokuserer på miljøvennlige, samfunnsmessige og administrative aspekter i tillegg til finansielle aspekter, vil oppnå bedre resultat på lang sikt.
ATP	I ATP mener vi at integrering av ansvar i investeringsbeslutninger bidrar til høy risikojustert avkastning til gode for deltakerne i ATP. Ansvar er vanligvis en forutsetning for langsiktig, sunn inntjening – og dermed for bevaring av

	realverdien i egenkapitalinvesteringer. Målet for ATPs policy for samfunnsansvar ved investeringer er å sikre verdien av ATPs investeringer og å bidra til å oppnå så lave kapitalkostnader som mulig for selskapene gjennom fokus på og respekt for samfunnsansvar.
CalPERS	Langsiktig verdiskapning krever effektiv forvaltning av tre former for kapital: finansiell, fysisk og human.
CPPIB	Vi er overbevist om at organisasjoner som effektivt forvalter faktorer som gjelder miljø- og samfunnsmessige forhold samt bedrifters styringsstruktur (ESG), har større sannsynlighet for å bestå og skape mer verdi på lang sikt enn de som ikke gjør dette. I vårt arbeid med å oppfylle vårt mandat overfor kanadiere over generasjoner, tar vi hensyn til ESG-faktorer for å oppnå verdier på lang sikt.
API	Första AP-fonden er en langsiktig investor og en aktiv eier. I rollen som eier setter fondet høye krav på områdene miljø- og samfunnsmessige forhold samt styringsstruktur. Selskaper som har en aktiv holdning til miljøhensyn og samfunnsansvar samt bedrifters styringsstruktur, vanligvis kalt ESG (Environmental, Social and Governance), kan redusere både risiko og kostnader. Ved bærekraftig forretningsvirksomhet skaper de bærekraftige verdier på lang sikt.
NZSF	Ansvarlige kapitaleiere som utøver beste praksis i sin porteføljevaltning bør ta hensyn til miljø- og samfunnsmessige forhold samt styringsstruktur (ESG) i selskapene. Bedring av ESG-faktorer kan forbedre et selskaps økonomiske resultater på lang sikt.
PGGM/ PFZW	Ansvarlig investering er del av rasjonale for investeringene. Etter vår mening bidrar det til høyere og mer stabil avkastning. Vi mener at ESG-faktorer virker inn på risiko og avkastning for investeringene våre. Som en universell investor er PGGM Investments interessert i kvaliteten og kontinuiteten i det globale investeringsuniverset.
BTPS	Forvalteren er betrodd ansvaret for å oppfylle BTPS' forpliktelser, og mener, som langsiktig kapitaleier, at bærekraftsfaktorer forbedrer langsiktige risikojusterede avkastninger. Bærekraft, slik det defineres av forvalteren, dekker langsiktige faktorer som miljø- og samfunnsmessige forhold samt god styringsstruktur (ESG).

Organisasjoner

ACSI/FSC	Det er ikke tvil om at ESG-forhold vil påvirke selskapene og deres investorers evne til å oppnå bærekraftig vekst og lønnsomhet i fremtiden.
Kay Review	Institusjonelle investorer som handler til beste for sine klienter, bør vurdere den miljø- og samfunnsmessige virkningen av selskapenes aktiviteter og relaterte risikoer blant en rekke faktorer som kan innvirke på selskapsresultatene.
CCGG	CCGG mener at selskaper som følger allment aksepterte prinsipper for "god selskapsstyring" har mindre risiko og skaper større langsiktige verdier for sine aksjonærer enn sammenliknbare selskaper med mindre robust eierstyringspraksis. "Selskapsstyring" omfatter hvordan styret er organisert, og hvordan det driver sin virksomhet, styrets tilnærming til ledergodtgjørelser og aksjonærensengasjement, og styrets oversikt over selskapets policyer for risikoforvaltning, herunder miljø- og samfunnsmessige risikoer.
PRI	Som institusjonelle investorer har vi plikt til å opptre til beste for de som nyter godt av vår virksomhet, på lang sikt. Det er en betrodd rolle, og vi mener at miljø- og samfunnsmessige forhold samt godstyringsstruktur (ESG) kan påvirke resultatet for investeringsporteføljene.

NB: Fullt navn på fondene og organisasjonene samt kilden til investeringsuttalelsene er oppført under referanser.

2.3. Prinsipper for ansvarlig investering

De fleste av fondene vi har konsultert, arbeider for å forbedre sine prinsipper for ansvarlige investeringer for å binde sammen sine overordnede oppfatninger og sin tro og de mer detaljerte strategiene. Det er to dimensjoner her. For det første danner prinsippene et grunnlag for fondenes egen strategi for ansvarlige investering. For det andre underbygger prinsippene de forventningene fondene har til selskaper og aktiva de investerer i.

Alle fondene vi har konsultert, har undertegnet de FN-støttede prinsippene for ansvarlig investering. Dette er ett eksempel på prinsipper som omhandler hvordan fond bør utøve ansvar. Flere andre tiltak gir retningslinjer for og forklaringer om investoransvar både til intern organisering og ekstern fondsforvaltning. Blant disse kan nevnes UK Stewardship Code (FRC, 2012), de nederlandske retningslinjene for aksjonærsamarbeid *Best Practices for Engaged Share Ownership* (Eumedion, 2013), International Corporate Governance Network's (ICGN) *Principles for Institutional Investor Responsibilities*, Singapore Code of Corporate Governance *Statement on the Role of Shareholders* (SCGC), og *The Code for Responsible Investing in South Africa* (CRISA).

Den andre dimensjonen dekker fondenes uttrykte forventninger til selskapene. Mange fond baserer sin policy i hvert fall delvis på internasjonale standarder, selv om vi gjennom intervjuer har fått vite at vurderingene i hovedsak gjelder lokale preferanser og regler for bedrifters styringsstruktur. FNs Global Compact (UNGC) er det meste brukte internasjonale referansepunktet. AP-fondene og ATP

forventer at selskapene skal drive sin virksomhet i samsvar med alle konvensjoner som er ratifisert av eget land, herunder både konvensjoner som FNs Global Compact danner rammeverk for, og andre. For eksempel ble det ved en utelukkelsesbeslutning i AP-fondene nylig henvist til FNs konvensjon om biologisk mangfold. ABP, ATP og PFZW henviser også til OECDs *Guidelines for Multinational Enterprises* i sine prinsipper. Disse standardene gir rettledning for selskapspraksis som det internasjonale samfunnet anser for å være hensiktsmessig. Forankring av prinsipper for ansvarlig investering i anerkjente internasjonale standarder blir ofte ansett for å gi legitimitet til fondenes tilnærming i interessentenes øyne.

2.4. Eierskapsstrategier

Eierskapsstrategier kan søkes oppnådd gjennom forskjellige plattformer. Dette omfatter porteføljeovervåking, stemmegivning, selskapskontakt⁴, samarbeid med andre eiere, dialog med reguleringsmyndigheter, aksjonærforslag, åpenhet, observasjonslister og utelukkelse.

Porteføljeovervåking. Mange fond sier de regelmessig undersøker hele porteføljen for å finne fram til selskaper som potensielt bryter FNs Global Compact eller fondenes egne retningslinjer. Denne undersøkelsen dekker vanligvis deres beholdning av både egenkapitalinstrumenter og rentebærende papirer, og forholdene har ofte sin bakgrunn i Global Compacts ti prinsipper. Selskaper som identifiseres på denne måten, kan så bli gjenstand for engasjement for å overtale selskapsledelsen til å endre sin praksis. Vi har også sett at sammenliknbare fond vanligvis står fritt til å utelukke selskaper dersom de konkluderer med at et slikt engasjement ikke har ført fram, og hvis uttrekking er mulig for dem i finansiell forstand.

Stemmegivning. Fondene utøver i økende grad eierskapsrettigheter, selv med marginale andeler i selskapene. Enkelte fond har ordninger med stemmegivning ved fullmakt for å dekke beholdningene i store porteføljer. Utfordringen for de fleste fondene er å sikre at deres egne stemmegivningspolicyer – som burde være et produkt av generelle prinsipper for ansvarlig investering – innarbeides i stemmegivningsbeslutningene. Den store mengden fullmaktsstemmer som må avgis innenfor et begrenset tidsrom, skaper utfordringer for de fleste fond. God praksis synes å innebære klare retningslinjer for stemmegivning, innarbeiding av analyse av tidligere stemmegivning, dialog med selskapet i forkant av stemmer "imot", og oppfølgende samtaler i kontroversielle situasjoner. Enkelte fond eller forvaltere har retningslinjer for deltakelse på aksjonærmøter og tilhørende kommunikasjon.

Selskapskontakt. De fleste fondene vi gjennomgikk, sier at de engasjerer seg overfor selskapene, men formålet med selskapskontakten varierer i betydelig grad, noe som også gjelder formen for engasjement og hvordan suksess måles og registreres. Intensiteten varierer mellom å skrive et brev til selskapet der det forholdet eieren er bekymret over, tas opp, til mer slagkraftige tilnærminger som å holde møter med toppledelsen og styret om saker som berører selskapets langsiktige utvikling. Engasjement kan oppstå på bakgrunn av bekymringer om selskapets finansielle resultater, strategiske planer eller saker som spesielt knytter seg til bedriftens atferd med hensyn til miljø- og samfunnsmessige forhold samt styringsstruktur.

Samarbeid. Å påvirke et selskaps atferd krever ressurser, en klar strategi, tålmodighet og standhaftighet. Fondene uttrykker at dette er en utfordring. En løsning er å samarbeide med andre fond, men flere understreker at det er praktiske og ofte politiske hindringer for effektivt samarbeid.

Dialog med reguleringsmyndigheter, beslutningstakere og standardsettere. Fondene vi gjennomgikk, rapporterte at de mener det er viktig å delta i prosesser som gjelder å ta beslutninger og sette standarder, og som påvirker markedet i sin helhet. De forsøker å være aktive ved å påvirke generelle markedsreguleringer, standarder og myke regler (for eksempel om tilgang for fullmektiger i

⁴ På engelsk omtales strukturert dialog med selskapene med uttalte mål om å påvirke selskaper i positiv retning som "engagement". I rapporten vil dette bli oversatt med selskapskontakt eller liknende.

den amerikanske og europeiske verdipapir- og markedstilsynsmyndighets undersøkelse av fullmaktsrådgiverbransjen), standarder for bekjentgjøring av ESG (for eksempel IIRC, Global Reporting Initiative (GRI), CDP og CDP Water) og internasjonal klimapolitikk, for eksempel ved å støtte Global Investor Coalitions (2011) Statement on Climate change.

Aksjonærforslag. Det siste verktøyet for den aktive eier er å fremme aksjonærforslag, noe som har tiltatt i omfang i senere år både hva gjelder ambisjon og hyppighet (som videre omhandlet i kapittel 3.3). Fond med sterkere tilstedeværelse i USA viste seg å ha best kjennskap til denne mekanismen eiere kan bruke for å fremme endring i selskapene.

Åpenhet. Under vår gjennomgang av andre fond fant vi også at de mener åpenhet er viktig for å opprettholde interessentenes tillit til deres organisasjon og investeringer. Hvert fond må selv finne balansen når det gjelder å tilfredsstillere forventningene som stilles til det, uten å gå på akkord med investeringsmålene. Enkelte fond mener de vil ha større innflytelse ved å engasjere seg privat fordi selskapene vil være mer åpne for samråd med dem. Noen av disse fondene gir detaljerte opplysninger om forhold der engasjement er på trappene, og om antallet selskaper det gjelder. Andre fond kunngjør navnene på selskaper de engasjerer seg overfor, (for eksempel APG). Vi fant forskjeller i rapporter om stemmegivning ved fullmakt, der noen fond kunngjør oversikter over stemmegivning med jevne mellomrom, mens andre kunngjør stemmegivningen umiddelbart etter møter i selskapene, og noen kunngjør stemmegivningen før møtene. Andre fond bruker en blanding av strategier.

Utelukkelse. Utelukkelse og "svartelister" brukes i varierende grad av fondene vi intervjuet. Enkelte av fondene utelukker ikke selskaper i det hele tatt, eller har en meget begrenset tilnærming til utelukkelse. For eksempel ekskluderer CPPIB bare selskaper med virksomhet som ville vært ulovlig dersom den ble drevet i Canada etter lovgivning som forbyr utvikling, produksjon eller salg av klaseammunisjon. CalPERS utelukker selskaper når de må gjøre det i henhold til lov. BTPS utelukker ikke selskaper i det hele tatt.

De fleste sammenliknbare fondene utelukker selskaper som produserer bestemte produkter, spesielt bestemte våpen og tobakk. ABP, AP-fondene, ATP, NZSF og PFZW kan utelukke selskaper hvis engasjement ikke fører til ønsket atferdsendring. I praksis har fondene brukt "utelukkelse etter engasjement" i varierende grad, og hvert fond har lagt eget skjønn til grunn for hva som er hensiktsmessig i hvert enkelt tilfelle. I praksis har fondene gjort forskjellige vurderinger av om og når selskaper skal utelukkes etter engasjement. Hvilke spørsmål de forskjellige fondene prioriterer å ta opp, varierer også. For eksempel hadde ABP da denne rapporten ble skrevet, foretatt to atferdsbaserte utelukkelse under sin Global Compact-policy (begge vedrørende menneskerettigheter), AP-fondene fem (menneskerettigheter, rettigheter i arbeidslivet, miljø, sivile og politiske/samfunnsmessige rettigheter relatert til land og kultur), PFZW ni (alle vedrørende menneskerettigheter), NZFS ti (menneskerettigheter, bestikkelser, miljø, helse og sikkerhet).

Beslutninger om utelukkelse varierer etter omstendighetene omkring det enkelte fond. Når det gjelder fond der den endelige eier er staten (AP-fondene, NZFS), tas beslutninger om utelukkelse av styret i den enheten som har operasjonelt ansvar for forvaltningen av fondet, på armlengdes avstand fra regjeringen. ABP og PFZW derimot er ikke-statlige fond med bred spredning på sektorer og nære historiske relasjoner til fondsforvalterne sine.⁵ I disse to fondene treffes beslutninger om utelukkelse gjennom en prosess med nært samråd mellom kapitaleier og forvalter.

Utelukkelse og aktivt eierskap er nært integrert i disse fondene. Aktivt eierskap gjøres ofte mer slagkraftig ved muligheten for at et selskap kan bli utelukket dersom dialogen ikke bærer frukt. Men en kapitaleier fortalte oss at deres preferanse for engasjement fremfor utelukkelse, er basert på prinsipper. Grunnen er at uttrekking for det første vil føre til at fondets aksjonærrettigheter faller bort, og for det andre vil kunne føre til tap på kort sikt, og endelig sette investeringsstrategien på spill.

⁵ Begge var inntil 2010 deler av enkeltstående organisasjoner som kombinerte kapitaleier- og fondsforvalterfunksjonen. ABP er majoritets-eier i sin forvalter APG. PFZW er juridisk sett fullstendig atskilt fra PGGM.

2.5. Vurdering av virkning

Fondene vi undersøkte, ser det som viktig å forstå hvor effektiv satsingen på ansvarlige investeringer er, dra lærdom og vise lederskap for å forstå konsekvensene av en slik investeringsstrategi. Vi fant gode eksempler på systematisk nedtegnning og rapportering av engasjement blant forvaltere.

Eksempler på effektivvurdering er blant annet aktiviteter gjennomført av CalPERS og CPPIB. CalPERS har samarbeidet med University of California Davis og Columbia Law School om et forskningsinitiativ om bærekraftig investering som omfattet et symposium for akademikere og praktikere i juni 2013. De utvikler nå en elektronisk forskningsdatabase for bærekraftig investering. CPPIB samarbeider med McKinsey om "å identifisere strukturer og måleparametre som støtter langsiktig atferd og bedrer langsiktig verdiskapning" i selskapene.

Men som vi behandler i detalj i neste avsnitt, er det svært begrenset forskning på dette området. Det er behov for mer forskning på de finansielle konsekvensene av strategier for ansvarlige investeringer, blant annet selskapskontakt, innarbeiding av ESG i investeringsbeslutninger og i hvilken grad ansvarlige investeringer er virkningsfullt for å oppnå miljø- og samfunnsmessige mål i forhold til langsiktige investorers interesser.

3. Forskningsresultater om ansvarlige investeringer

Akademisk forskning som støtter opp under meninger om og motivasjon for ansvarlige investeringer, ligger på noen måter etter praksis. Forskingen om ansvarlig investeringspraksis kan deles inn i tre hovedområder på linje med ESG (miljø- og samfunnsmessige forhold og god styringsstruktur). Det fins omfattende og dekkende forskning om fordelene ved bedre styringsstruktur i selskaper, men det er langt mindre forskning om effektene av en bedrifts miljø- eller samfunnsmessige profil. (Det fins også omfattende litteratur om styringsstruktur fra nasjonalt perspektiv om blant annet investorvern. Vi begrenser drøftelsen her til bedrifters styringsstruktur.)

3.1. Motivasjon og prinsipper for ansvarlige investeringer

Som det ble fremholdt på seminaret i Cambridge om ansvarlige investeringer (Towner 2013) vedrørende teorien bak motivasjon for strategier for ansvarlige investeringer, kan det være et spenningsforhold mellom de ikke-finansielle fordelene ved en slik strategi og et mål om å maksimere forventet risikojustert avkastning. For noen investorer er moralske hensyn mer tungtveiende enn finansiell gevinst. Som professor Glac påpekte på seminaret, inngår ifølge Ross (1954) slike hensyn i Kants teori om etisk ansvar, hovedsakelig ikke skade, velgjørenhet og rettferdighet.

I en stor mengde teoretiske arbeider er kostnader og nytte ved bedrifters styringsstruktur vurdert med den generelle konklusjonen at bedriftene bør kunne dra nytte av bedre styringsstrukturer, det vil si at selskaper som er bedre styrt, bør ha større verdi under ellers like forhold (for eksempel Shleifer og Vishny, 1997 og Becht, Bolton og Roell, 2003). Men i direkte empiriske tester av forholdet mellom bedrifters styringsstruktur og selskapsverdi, har det fremkommet blandede resultater (for eksempel Gompers, Ishii, and Metrick, 2003; Core, Guay, Rusticus, 2006; Bebchuk, Cohen, og Ferrell, 2009). Problemet med slike studier er delvis at kausalitetsforholdet ikke er klart, det vil si at forholdet er endogent bestemt og kan endog være drevet av andre faktorer. Disse empiriske studiene av bedrifters styringsstruktur har primært fokusert på markedet for selskapskontroll, betydningen av antiovertakelsesendringer i selskapets vedtekter, organiseringen av styret, insentiver til ledelsen, vern av minoritetsaksjonærer og store aksjonærers rolle, spesielt institusjonelle investorer, i overvåking av selskapet.

Mens det finnes omfattende materiale om nytten av bedre styringsstruktur for selskapets verdi, foreligger det mer begrenset materiale om nytten ved miljø- og samfunnsmessige forhold (generelt

omtalt som et selskaps samfunnsansvar). I økonomisk teori har Benabou og Tirole (2010) hevdet at selskaper velger ansvarlig atferd av tre grunner. For det første kan ansvarlig atferd styrke selskapets markedsposisjon fordi det hjelper selskapets ledelse til å unngå nærsynte beslutninger. Et slikt resultat vil kunne øke selskapets verdi. For det andre kan aksjonærene velge å delegerer sitt eget samfunnsansvar til selskapet fordi det er økonomisk effektivt å gjøre det. Igjen vil dette kunne forventes å øke selskapets verdi med bedre aktiviteter relatert til samfunnsansvar.

Som en tredje mulighet hevder Benabou og Tirole (2010) at et selskaps ledelse kan øke selskapets samfunnsansvar for å tilfredsstille eget ønske om å fremstå som mer filantropisk. Med andre ord vil bedriftens samfunnsansvar være en konsumaktivitet for lederne. Denne grunnen tyder på at selskapets verdi vil kunne forringes ved mer samfunnsansvarlige aktiviteter. Liknende argumenter er blitt fremsatt av Baron (2008), som dessuten påpeker at selskapers samfunnsansvarlige aktiviteter kan øke produktiviteten fordi ansatte vil arbeide hardere eller bedre for et slikt selskap. I tråd med dette argumentet viste en undersøkelse av administrerende direktører foretatt av McKinsey (2007), at direktørene rangerte de ansatte som den interessentgruppen som hadde størst innflytelse på måten selskapene deres forvaltet samfunnsmessige forventninger på. (Forbrukerne var den neste gruppen.) En relatert, men annen teori, er teorien til Besley and Ghatak (2007), som hevder at mer ansvarlige selskaper vil få høyere overskudd som en omdømmepremie til støtte for god atferd.

Tilsvarende er det mer begrenset empirisk forskning på utfallet av selskapenes miljø- og samfunnsmessige valg. Eccles, Ioannis og Serafeim (2012) presenterer resultater som viser at selskaper som tidlig vedtok bærekraftpolicyer, oppnådde bedre resultater enn sammenlikningsgruppen. I en analyse foretatt av Eccles, Krzus og Serafeim (2011), undersøkte forfatterne interessen til institusjonelle investorer og andre gjennom Bloomberg ESG-plattformen. De konkluderte med at investorene ser ut til å være mer interessert i miljømessige forhold (E-en) og styringsstruktur (G-en) enn samfunnsmessige forhold (S-en). De hevder at dette resultatet kan skyldes at miljømessige konsekvenser er lettere å kvantifisere i verdifastsettelsesmodeller, og det fins en stor del forskning som indikerer en forbindelse mellom selskapsverdi og styringsstruktur. Som Tower (2013) har påpekt, er det et problem at forskningen ikke ennå har kunnet identifisere mekanismen for verdiskaping i en investors portefølje fra slike selskapsaktiviteter.

3.2. Eierskapsstrategier

Som allerede nevnt, legger fondene vi gjennomgikk, vekt på eierskapsstrategier. De mener at å overvåke investeringene og utøve innflytelse når det er nødvendig, er viktig for ansvarlige investeringer og er en måte å bidra til å oppnå finansielle mål på. Denne rollen en stor institusjonell investor har som en overvåkende aksjonær, støttes av betydelig forskning. Som Hirschman (1971) har påpekt, har institusjonelle investorer tre valg når de er misfornøyd med et selskaps resultater og ledernes handlinger: de kan ganske enkelt gå ut av (exit) eierposisjonen sin ved å selge aksjene, de kan ta til orde (voice) ved å engasjere seg overfor ledelsen for å forsøke å iverksette endringer i selskapet, eller de kan forholde seg passive, noe Hirschman kaller lojalitet (loyalty). Vi vil drøfte det å utelukke eller selge seg ned senere i dette kapitlet, men det bør nevnes at institusjonelle investorer som er universelle eiere, kan finne det vanskelig å selge seg ut av sine eierskapsposisjoner. Ved siden av å avstå fra mulighetene ved aktivt eierskap til å påvirke endring, vil de også øke porteføljenes relative volatilitet.

3.3. Porteføljeovervåking, stemmegivning og aktivt eierskap

Effekten av at institusjonelle investorer utøver sine eierskapsrettigheter (det vil si aksjonæraktivisme eller engasjement) for å påvirke endring i et selskap, har vært gjenstand for omfattende studier. For eksempel antyder teoretiske resultater at overvåking og aktivt eierskap er en naturlig rolle for store, ofte institusjonelle, investorer på grunn av de høye kostnadene ved overvåking og gratispassasjerproblemet. Det vil si at bare de store investorene har ressurser og insentiver til å overvåke. Fordi kostnadene ved overvåking bæres av den som overvåker, samtidig som alle aksjonærer nyter godt av det, vil bare en stor investor kunne oppnå tilstrekkelig gevinst til å dekke kostnadene (for eksempel Scleifer og Vishny, 1986, Admati, Pfleiderer og Zechner, 1994).

Empiriske resultater viser at selskaper som er gjenstand for aktivt eierskap, er de som mest sannsynlig trenger endringer og å bli endret med vellykket resultat. Egenskapene ved disse selskapene er først og fremst at de har dårlige resultater, dårlig styringsstruktur, høyt institusjonelt eierskap og lavt internt eierskap. Det er større sannsynlighet for at aksjonæraktivistene greier å endre styringen av selskapet hvis det finnes andre institusjonelle investorer som kan delta i (eller i det minste støtte opp om) aktivitetene, og det ikke er høye interne eierinteresser som kan vise seg å være imot endringer.

Institusjonelle investorer kan velge å engasjere seg overfor selskaper enten på offentlig eller privat basis. Eksempler på offentlig aktivt eierskap er å sikte seg inn på selskaper som anses for å ha behov for endring, og rette aksjonærforslag til behandling på ordinær generalforsamling. I tidlig empirisk forskning om offentlig aktivt eierskap ble det undersøkt om slik aktivitet førte til endringer i selskapene, og om denne aktivismen hadde gitt merverdi. Ved bruk av en rekke forskjellige måleparametre har studiene konkludert på forskjellige måter når det gjelder om offentlig aktivt eierskap er effektivt. Mens enkelte studier viser positiv avkastning ved kunngjøring om et engasjement eller fremming av aksjonærforslag, viser de tidlige studiene liten forbedring i langsiktige driftsresultater eller avkastning i selskapene som mottok forslagene. Disse studiene fant imidlertid forskjeller i driften av selskapene etter at institusjonelle investorer hadde engasjert seg, for eksempel endringer i selskapenes strategier. Gillan og Starks (2007) gjennomgår denne litteraturen.

Selv om de positive effektene av *offentlig* aktivisme bare i liten grad er blitt underbygd akademisk, har forskning om *privat* aktivt eierskap vist at individuelle institusjoner har lyktes generelt i sine forsøk på å sette i gang endringer i selskapers beslutninger vedrørende styringsstruktur og ledelse. Disse studiene undersøker institusjonelle investorers tilnærming "bak scenen" som investorenes mål for endringer i selskapet, handlingene investorene gjennomfører (for eksempel privat korrespondanse, opptak av telefonsamtaler og møter med ledelsen og med styret) og det påfølgende resultatet. Særlig analysene av aktivitet gjennomført av TIAA-CREF (Carleton, Nelson og Weisbach, 1998), Hermes Fund (Becht m.fl., 2009) og en annen institusjonell investor (Dimson, Karakas og Li, 2013) har vist at disse investorene har lyktes i å oppnå positive endringer i styringen av selskapene og i andre aspekter ved deres porteføljeselskaper. Tilsvarende har studier nylig funnet at aktivisme fra hedge-fond for å oppnå endring i selskapers styring og kapitalstruktur vanligvis, men ikke alltid, har gitt merverdi i engasjementet (se gjennomgang av Brav, Jiang og Kim, 2010).

Det fins et begrenset antall studier om aktivt eierskap når det gjelder miljø- og samfunnsmessige forhold. En studie som fokuserer på slikt engasjement fra en institusjonell investors side (Dimson, Karakas og Li, 2013), undersøkte over 2000 tilfeller av engasjement vedrørende miljø- og samfunnsmessige forhold og god styringsstruktur. Forfatterne viser at engasjement tar tid (500 dager i gjennomsnitt) før det avsluttes, og suksessratene er lave: om lag 18 % av tilfellene ble ansett for å være vellykkede. Men selv når aktiviteten ikke var vellykket, var ikke resultatene særlig dårligere enn for selskapene i sammenligningsgruppen, og når aktiviteten var vellykket, var resultatene stort sett bedre enn i sammenligningsgruppen.

En annen studie har fokusert på amerikanske aksjonærforslag om disse forholdene (for eksempel Del Guercio og Tran, 2012). Forskningsresultatene viser at noen institusjonelle investorer (hovedsakelig offentlige pensjonsfond, fagforeningsfond og SRI-investeringsrådgivere) støtter forslag på disse områdene, og at støtte til disse typene forslag har økt jevnt over tid, noe som tyder på at institusjonene blir stadig mer interessert i å engasjere seg overfor selskapsledelsen i disse sakene. Positiv stemmegivning over disse forslagene har også økt over tid.

Det finnes også omfattende empiriske resultater vedrørende tilsynelatende vellykket indirekte overvåking fra institusjonelle investorers side. For eksempel har studier vist at overvåking fra institusjonelle investorers side (slik det kommer til uttrykk ved tilstedeværelse av et stort antall institusjonelle investoraksjonærer eller konsentrasjon av institusjonelle investoraksjonærer) blir forbundet med positiv styringsstruktur og endringer i bedrifters styringsstruktur. Videre fremgår det av undersøkelser av institusjonelle investorer at de mener visse styringsstrukturprofiler er viktige for

et selskaps verdi, og at de forsøker å påvirke selskapene til å vedta slike positive styringsmekanismer (McCahery, Sautner, og Starks, 2010).

En viktig studie som viser den internasjonale rekkevidden institusjonelle investorer har når det gjelder bedrifters styringsstruktur, er studien til Erel, Ferreira og Matos (2011), som viser at eierstyringen ikke bare er blitt bedre omkring i verden, men også at denne forbedringen skjer på grunn av påvirkning fra institusjonelle investorer. Utover å finne at institusjonelle investorer eksporterer den beste praksisen for styringsstruktur til utenlandske selskaper, har de også funnet at institusjonelt eierskap ser ut til å virke disiplinerende inn på selskapene, og de hevder at utenlandske institusjonelle investorers uavhengighet fra lokale bedriftsledere er et viktig aspekt i denne forbindelse. De konkluderer med at "overvåking og aktivisme fra institusjoners side går over landegrensene og fører til bedre utvikling i selskapene".

Men det er viktig å erkjenne (og empirisk forskning har støttet dette) at institusjonelle investorer ikke er identiske, og de har forskjellige preferanser, meninger og evner med hensyn til om de skal engasjere seg overfor ledelsen i porteføljeselskapene. Det vil si at overvåkingsevne og -insentiver varierer blant de institusjonelle investorene.

3.4. Observasjonslister og utelukkelse

Det sentrale spørsmålet vedrørende utelukkelse eller nedsalg er spørsmål om kostnad og nytte forbundet med dette. Det vil si hvilken nytte kan handlingene ha? Når det gjelder kostnadene ved handlingen, er det sentrale spørsmålet om å selge ned har noen virkning på risiko og avkastning i investorens portefølje. Det fins lite forskning på disse to aspektene.

Nedsalg eller utelukkelse kan potensielt være av nytte på flere måter. Den første er å ikke bli forbundet med uønsket atferd. En slik nytte ligger utenfor det finansielle resultatet av beslutningen. En annen mulig nytte er den virkningen investorenes nedsalg har på selskapets handlinger eller policyer. I et større perspektiv, når nedsalg skjer på grunn av handlinger fra et lands side (for eksempel Sør-Afrika i forrige århundre, Sudan i dag), er spørsmålet om investorenes tiltak overfor et selskap vil overtale selskapets ledelse til å forsøke å påvirke nasjonale tiltak og nasjonal politikk, og om selskapet selv har tilstrekkelig innflytelse på beslutningstakere og myndigheter til å iverksette endring. Og endelig hvis mange investorer trekker ut selskaper med virksomhet i et land, vil resultatet være omfattende nok til å få landet til å endre?

Selv om det i en del teoretisk forskning hevdes at trusselen om at en institusjonell investor går ut av et selskap, kan påvirke ledelsens atferd, er det lite empirisk forskning på denne påstanden. Det er også lite empiri på spørsmålet om utelukkelse påvirker handlingene eller resultatene for de underliggende selskapene etter at de har blitt trukket ut av institusjonelle investorers porteføljer. To tilfeller av at investeringer er blitt trukket ut i stor stil fra selskaper med virksomhet i land med kritikkverdig politikk, har fungert som «laboratorie-eksperimenter» for slike studier. For det første har forskere undersøkt effekten av utelukkelse under debatten om Sør-Afrika: de fant generelt ingen effekt på porteføljeselskapene (Teoh, Welch and Wazzan, 1999). På den annen side ble aktivt eierskap ansett for å ha vært vellykket med hensyn til å oppnå endringer i Sør-Afrika.

Forskerne har også undersøkt virkningen av en amerikansk lov, Sudan Accountability and Divestment Act (SADA) i 2007, som hadde til hensikt å støtte beslutningene i amerikanske delstater og investeringsselskaper om å trekke seg ut av selskaper med visse forretningsforbindelser til Sudan. Det amerikanske General Accounting Office gjennomførte en foreløpig studie av virkningene av at 23 delstatlige pensjonsfond trakk ut eller fryste aktiva på om lag USD 3,5 milliarder i beholdninger i 67 driftselskaper som kom under denne loven. Ifølge den foreløpige analysen hadde dette ingen virkning på driftselskapenes aksjekurser.

Forskningen om utelukkelse påvirker en investors porteføljeresultater er også begrenset. Det vil

selvfølgelig være et spørsmål om grad. Hvis en investor utelukker bare en liten beholdning fra en stor portefølje, vil effekten på porteføljens risiko og avkastning sannsynligvis være liten ettersom relativ volatilitet, fra et slik avvik (dvs. graden av avvik fra referanseporteføljens risikoeksponering) vil være begrenset. På den annen ytterkant, hvis en investor utelukker et stort antall selskaper (eller en gruppe store selskaper) fra porteføljen, kan det føre til temmelig stor relativ volatilitet. Følgelig vil evnen til å dempe disse eksponeringene gjennom andre porteføljestrategier være begrenset, og relativ volatilitet for investorens portefølje ville bli svært stor og føre til store avvik for porteføljens risiko og avkastning fra referanseindeksen som omfatter de utelatte verdipapirene.

En portefølje som utelukker et stort antall verdipapirer fra en bestemt aksjestrategi (for eksempel store verdiselskaper, store vekstselskaper) eller sektorer (for eksempel energi), kan endre risiko- og avkastningsprofilen som ønskes oppnådd i målene og strategiene for porteføljen. For en investor som ønsker risiko og avkastning i tråd med en referanseindeks, vil slike utelukkelse kreve endringer i porteføljestrategien for å oppnå ønske profil. Et eksempel kan være en porteføljeforvalter med utelukkelse som gir en portefølje med økt systematisk risiko i forhold til referanseindeksen. For å redusere porteføljerisikoen til samme risiko som referanseindeksen, vil denne porteføljeforvalteren måtte avvike ytterligere fra referanseallokeringen. For eksempel kan han måtte øke beholdningene av verdipapirer med lavere risiko eller endre aktivaallokeringen i porteføljen til større beholdninger av en aktivaklasse med lavere risiko.

Spørsmålet om konsekvensene av økt relativ volatilitet er blitt støttet av studier av porteføljer med utelukkelse av sørafrikanske investeringer. Disse studiene om konsekvensene av utelukkelse for en portefølje med selskaper på S&P 500-indeksen har bekreftet at porteføljen vil kunne bli betydelig endret ved at et betydelig antall selskaper trekkes ut. For eksempel, hvis hvert av de 153 Sør-Afrika-relaterte selskapene i S&P 500 ble erstattet av det største selskapet uten begrensninger i bransjen, ville ikke porteføljen lenger har stor likhet med referanseindeksen. Den totale markedsverdien av selskapene i den nye begrensede porteføljen ville være lavere enn 62 prosent av markedsverdien av S&P 500. Følgelig ville porteføljen hatt en overvekt av mindre selskaper og tatt i betraktning typen begrensning, ville overvekten vært mot mindre innenlandske selskaper og bort fra store flernasjonale selskaper, slik at risikoeksponeringen og mulighetene på flere dimensjoner ville bli endret. I dette eksempelet fant forskerne at den begrensede porteføljens beta i forhold til S&P 500 var 1,08, slik at den ville ha 8 % høyere markedsrisiko. De fant også 3 % mindre diversifisering. Forfatterne pekte også på at for å justere tilbake til en betarisiko på 1,00, ville porteføljeforvalterne enten måtte sørge for overvekt av de minst risikofylte gjenværende aksjene eller ha en større beholdning av kontanter. Det endelige resultatet ville avhenge av om porteføljeforvalteren viste seg å gi bedre eller dårligere resultat enn referanseindeksen (Wagner, Emkin and Dixon, 1984; Grossman and Sharpe, 1986).

Som Chambers, Dimson and Ilmanen (2011) har påpekt, er den norske modellen annerledes enn Yale-modellen ettersom den er basert på betaavkastning gjennom en portefølje som består hovedsakelig av offentlig omsatte verdipapirer, med begrenset lav forventet relativ volatilitet og streng aktivaallokering der det er lite rom for avvik fra referanseindeksen. De setter denne tilnærmingen opp mot Yale-modellen, "som sikter mot at investeringsforvaltere skal jevne ut underskuddet i systematisk risikoeksponering ved å utnytte feilprising i markedet". Følgelig er problemet for en universell eier som SPU, som baserer seg hovedsakelig på betaavkastning, at større relativ volatilitet vil føre porteføljerisikoen bort fra betaavkastningen i referanseindeksen. Et slikt avvik kan kreve en endring i investeringsstrategien i aktivaallokeringen eller at alfaavkastning søkes oppnådd for å ta høyde for avviket i systematisk risikoeksponering på grunn av et stort antall utelukkede verdipapirer. Følgelig kan det hende at det strategiske referansepunktet identifisert av Finansdepartementet og godkjent av Stortinget, ikke er mulig å oppnå gjennom den tradisjonelle norske modellen dersom utelukkede verdipapirer representerer et stort antall selskaper eller en mindre gruppe av selskaper som står for en finansielt betydelig andel av porteføljeeiendelene.

Eksternalitetene på en portefølje fremkalt ved utelukkelse, kan også undersøkes gjennom studiene av ESG/SRI-fondsporteføljer (se Renneboog, Ter Horst, og Zhang, 2008 for en gjennomgang). Disse fondene er av flere forskjellige typer (negativ screening, positiv screening, en kombinasjon av de to,

eller aktivt eierskap), og mye av forskningen differensierer ikke analysen etter type av SRI-fond. Disse studiene tester vanligvis tre hypoteser vedrørende ESG/SRI-fonds avkastning i forhold til avkastningen i markedet. Den første hypotesen er at ESG/SRI-fond burde oppnå dårligere resultat fordi de nødvendiggjør optimering med restriksjoner. Det vil si at ettersom disse fondene ikke kan investere i alle selskaper, får de ikke nytte godt av diversifisering (mindre risiko for samme avkastning) og/eller de får ikke nytte godt av aktiva med bedre resultater som er utelukket.

Den andre hypotesen er at ESG/SRI-fond burde oppnå bedre resultat enn markedet fordi ESG/SRI-investering er nyttig for investoren fra et finansielt perspektiv. To muligheter vil kunne forklare denne hypotesen: (1) ESG-faktorer indikerer høyere kvalitet blant lederne, (2) screening etter ESG-faktorer innebærer at risikoene for fremtidige ESG-problemer blir redusert. Endelig er den tredje hypotesen at ESG/SRI-fond burde oppnå samme resultat som markedet. De empiriske testene av disse hypotesene er blandede. Enkelte studier har dokumentert lavere avkastning for SRI/ESG-porteføljer, noe forfatterne har tolket dithen at begrensningene på porteføljene har betydning. I samsvar med denne tolkningen er det blitt vist at såkalte «syndige aksjer» gir bedre resultater enn markedet ellers (Hong and Kacperczyk, 2009). Andre studier har kommet til den konklusjonen at SRI/ESG-porteføljer ikke gir dårligere resultater, noe forfatterne tolker dithen at investorene kan bruke slik screening uten å gå utover risiko og avkastning i porteføljen. Et problem med denne litteraturen er at de forskjellige SRI/ESG-porteføljene ofte har forskjellige screening-mekanismer, og studiene skiller vanligvis ikke mellom de forskjellige typene screening. En simuleringsstudie av resultatet i underliggende selskaper i disse fondene (og ikke fondene i seg selv) indikerer at de ulike typene screening ikke fører til store forskjeller (Humphrey and Tan, 2013).

4. Fondets strategi, erfaringer og organisering

I mandatet til Strategirådet 2013 (vedlagt oppsummeringen) henvises det til fondets formål og investeringsmål: *“Formålet med Statens pensjonsfond utland (SPU) er å støtte statlig sparing for finansiering av folketrygdens pensjonsutgifter og sikre langsiktige hensyn ved anvendelse av statens petroleumsinntekter. Siktemålet med investeringene er å oppnå en høyest mulig kjøpekraft av kapitalen i fondet innenfor et moderat nivå på risiko. På denne måten søker vi å sikre at både dagens og framtidige generasjoner får mest mulig nytte av våre felles sparepenger.”*

Den generelle strategien for fondet som helhet, og for ansvarlig investeringspraksis innenfor denne strategien, er blitt uttalt senest i stortingsmeldingen om forvaltning av Statens pensjonsfond i 2012 (Finansdepartementet, 2013a). I tabell 3 gir vi et sammendrag av de viktigste aspektene ved fondets overordnede strategi, herunder investeringskarakteristika, siktemål og tilnærmingen til ansvarlig investeringspraksis.

Tabell 3 – Formål, strategi, ansvar og satsingsområder for fondet

Aspekter	Sider ved gjennomføring av strategien
1. Formålet for SPU	<ul style="list-style-type: none"> • Legge til rette for offentlig sparing for å finansiere økte offentlige pensjonskostnader • Søke å oppnå høyest mulig avkastning innenfor et moderat risikonivå • Sikre at både dagens og framtidige generasjoner får mest mulig nytte av våre felles sparepenger • God langsiktig finansiell avkastning avhenger av bærekraftig utvikling i økonomisk, miljø- og samfunnsmessig forstand, og av velfungerende, effektive og legitime markeder • Ansvarlig investeringspraksis og åpenhet er forutsetninger for støtte fra den norske befolkningen
2. Karaktensitika ved investeringsstrategien	<ul style="list-style-type: none"> • Høste risikopremier • Diversifisering • Utnyttelse av en lang horisont • Ansvarlig investeringspraksis • Kostnadseffektivitet • Moderat grad av aktiv forvaltning • Klar styringsstruktur
3. RI-strategi	<ul style="list-style-type: none"> • Internasjonalt samarbeid; bidra til beste praksis • Miljørelaterte investeringer • Forskning og analyse • Integrere ESG i investeringsaktiviteter • Aktivt eierskap • Observasjon og utelukkelse
4. NBIMs 6 satsingsområder for aktivt eierskap	<ul style="list-style-type: none"> • Likebehandling av aksjonærer • Styrets rolle • Velfungerende finansmarkeder • Barns rettigheter • Klimaendringer • Vannforvaltning

5. Eksklusjon basert på produkter	<ul style="list-style-type: none"> • Produserer våpen som bryter med grunnleggende humanitære prinsipper • Produserer tobakk • Selger våpen eller militært materiell til stater som er berørt av investeringsbegrensninger
6. Utelukkelse basert på selskapers atferd	<ul style="list-style-type: none"> • Grove eller systematiske krenkelse av menneskerettighetene • Alvorlige krenkelse av individets rettigheter i krig eller konfliktsituasjoner • Alvorlig miljøskade • Grov korrupsjon • Andre alvorlige brudd på grunnleggende etiske normer

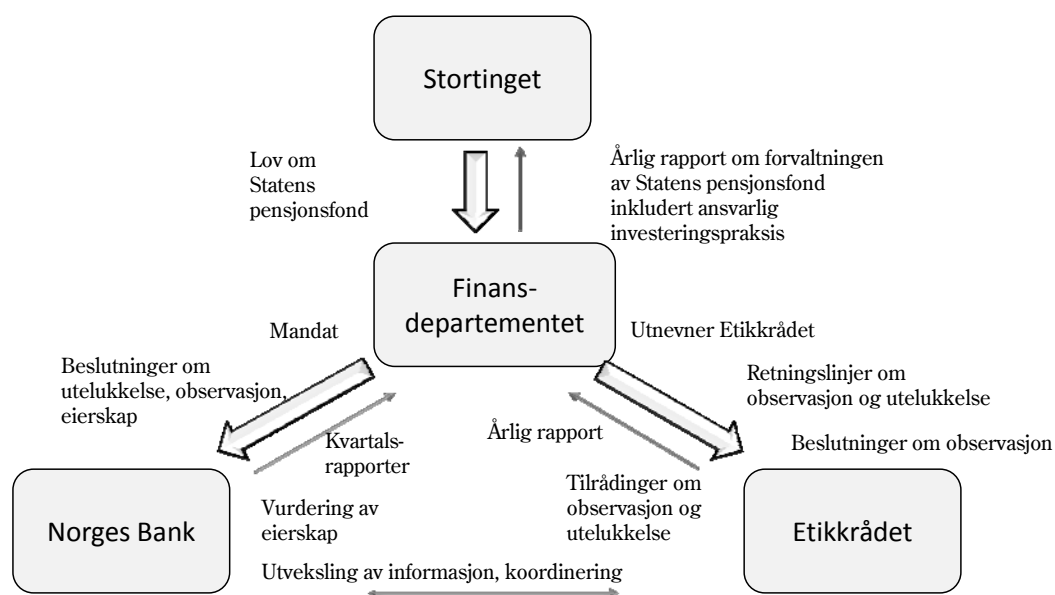
4.1. Formell struktur

Strukturen som formålet og siktemålene for ansvarlig investeringspraksis er basert på og styres av – i siste instans lov om Statens pensjonsfond – består av:

- Investeringsmandatet for Statens pensjonsfond utland (Finansdepartementet, 2010)
- Retningslinjene for observasjon og utelukkelse fra Statens pensjonsfond utlands investeringsunivers (Finansdepartementet, 2010a)
- Investeringsmandatet for Statens pensjonsfond utland fastsatt av Norges Banks hovedstyre for administrerende direktør i Norges Bank Investment Management (NBIM, 2012)
- Norges Bank Investment Management's Policy – Responsible Investor (NBIM, 2011)

Figur 1 illustrerer nåværende struktur, instruksjoner og rapportering om ansvarlig investeringspraksis. De brede pilene og tilhørende tekst angir instruksene nedover i hierarkiet, og de smale pilene illustrerer rapportering oppover i systemet.

Figur 1 – Dagens struktur for oppgaver forbundet med fondets ansvarlig investeringspraksis



4.2. Investeringsmandatet

Den delen av Finansdepartementets (2010a) investeringsmandat som dekker ansvarlig investeringspraksis, er beskrevet i kapittel 2 i mandatet, som er delt i to paragrafer. Den ene dekker bankens arbeid med "ansvarlig investeringsforvaltning", og den andre dekker "eierskapsutøvelse". Hovedprinsippet i den første paragrafen er som følger:

- Målet er å oppnå høyest mulig avkastning. God avkastning på lang sikt anses å være avhengig av en bærekraftig utvikling i økonomisk, miljømessig og samfunnsmessig forstand samt velfungerende,

legitime og effektive markeder (§ 2-1.1).

- Banken skal integrere hensyn til god selskapsstyring, samt miljø- og samfunnsmessige forhold i investeringsvirksomheten i tråd med internasjonalt anerkjente prinsipper for ansvarlig investeringsvirksomhet.
- Banken må ta hensyn til: sin rolle som finansiell investor, investeringenes lange tidshorisont, og fondets brede plassering i de markedene som inngår i investeringsuniverset (§ 2-1.2).

I den andre paragrafen om "eierskapsutøvelse" heter det:

- Hovedmålet med eierskapsutøvelse er å sikre fondets finansielle interesser (§ 2-2.1).
- Eierskapsutøvelsen skal være basert på FNs Global Compact, OECDs retningslinjer for eierskapsutøvelse og OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper.
- Banken skal ha interne retningslinjer for utøvelse av eierrettighetene hvor det framgår hvordan disse prinsippene er integrert (§ 2-2.2).
- Banken skal aktivt bidra til utvikling av gode internasjonale standarder for ansvarlig investeringspraksis.

4.3. Retningslinjer for observasjon og utelukkelse

Finansdepartementet (2010a) spesifiserer retningslinjer for observasjon og utelukkelse fra SPUs investeringsunivers. Disse retningslinjene gir kriterier for hvilke selskaper som kan tas ut fra fondets investeringsunivers eller settes under observasjon av Finansdepartementet, og prosedyrer for beslutninger om utelukkelse og observasjon.

Formålet med retningslinjene er å sikre at fondet ikke investerer i selskaper som er ansvarlig for eller bidrar til uakseptable aktiviteter. Etikkrådet undersøker selskaper og gir tilråding om utelukkelse til Finansdepartementet. Departementet kan beslutte å utelukke et selskap, eller, dersom departementet mener at grunnlaget for utelukkelse ikke er blitt oppfylt, sette selskapet til observasjon. Departementet kan be Norges Bank bruke eierskapsutøvelse overfor selskaper.

I skrivende stund: 40 selskaper er utelukket etter produktbaserte kriterier, 20 selskaper er utelukket etter atferdsbaserte kriterier. 14 av disse er blitt utelukket basert på kriteriene "alvorlig miljøskade", tre for grove eller systematiske krenkelser av menneskerettighetene, to for andre særlig alvorlige brudd på grunnleggende etiske normer, og ett for alvorlige krenkelser av individets rettigheter i krig eller konfliktsituasjoner (Finansdepartementet 2013b). Ett selskap er under observasjon på grunn av risiko for grov korrupsjon i virksomheten.⁶

Ifølge Etikkrådets årsrapport for 2012 kontaktet Rådet det året 64 selskaper og holdt ni møter med selskaper, og på grunnlag av Etikkrådets tilråding, besluttet Finansdepartementet å utelukke ett selskap. I 2011 kontaktet rådet 31 selskaper og gjennomførte 9 møter. Fem selskaper ble utelukket av Finansdepartementet på grunnlag av tilråding fra Etikkrådet.

5. Observasjoner

I dette kapitlet presenterer vi sentrale observasjoner basert på vår analyse, som underbygger våre anbefalinger som begynner i neste kapittel. Disse sentrale observasjonene er som følger. For det første er det behov for et grunnleggende rammeverk for å diskutere ansvarlige investeringer. For det andre krever effektive ansvarlige investeringer vurdering av motivasjonen for slik praksis. For det tredje har universelt eierskap fra et stort fond med lang tidshorisont konsekvenser for ansvarlig investeringspraksis. For det fjerde er det behov for effektive praktiske løsninger på prinsipper for ansvarlige investeringer og eierskapsstrategier. For det femte diskuterer vi den nåværende fordelingen av oppgaver mellom Etikkrådet, Finansdepartementet og Norges Bank. For det sjette behandler vi grensene for ansvarlige investeringer fra fondets side. Til slutt knytter vi disse observasjonene til de

⁶ Finansdepartementet (2013a) har også besluttet å sette et selskap under hemmelig observasjon etter kriteriet om alvorlig krenkelse av individets rettigheter i krig og konfliktsituasjoner.

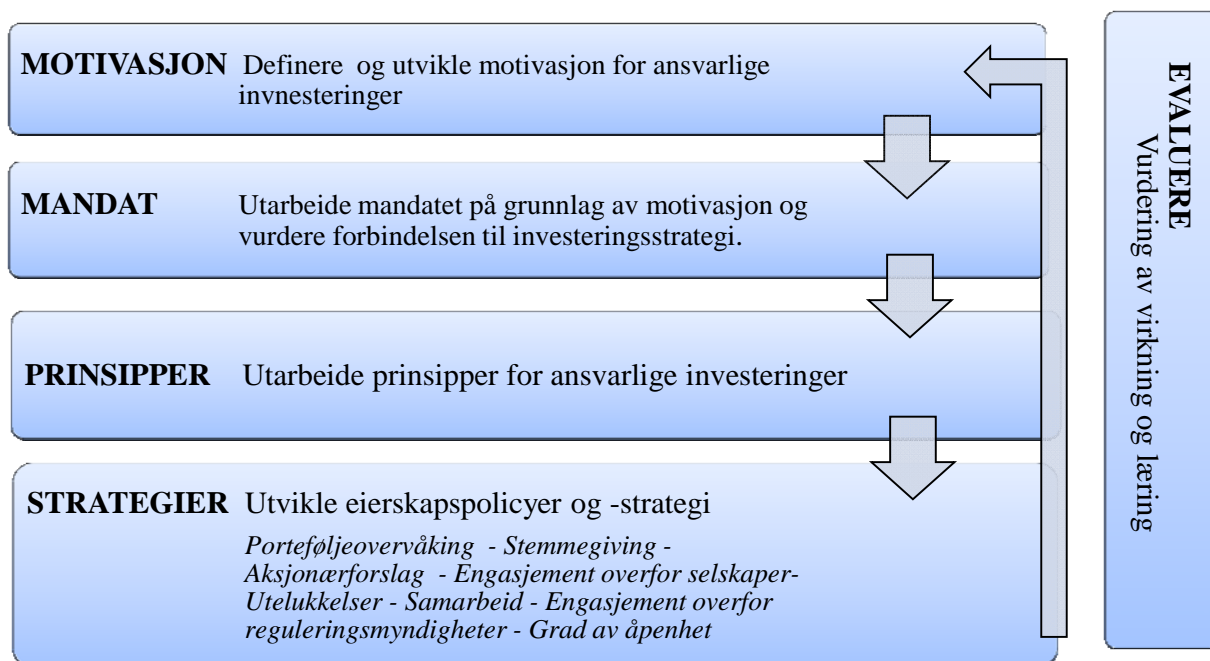
påfølgende anbefalingene.

5.1. Rammeverket for ansvarlige investeringer

Det er nyttig å skissere et rammeverk for ansvarlige investeringer. Dette rammeverket er basert på; vurdering av praksis i andre fond (kapittel 2), meningene til fondets interessenter slik de kom til uttrykk på konferansen vi organiserte i Oslo (Takaki, 2013), forskningen på ansvarlige investeringer (kapittel 3) og dagens fondsstruktur (kapittel 4). Rammeverket har fem hovedkomponenter: motivasjon, mandat, prinsipper, strategier og evaluering, som danner grunnlaget for vår drøftelse i dette kapitlet og for anbefalingene i kapittel 6. Komponentene er fremstilt i figur 2.

Som forklart i kapittel 2, indikerer den første komponenten, motivasjon, prosessen med å fastslå motivet for eller formålet med ansvarlig investeringspraksis. Den andre komponenten, mandatet, omfatter vurderinger av hvordan motivasjon er forbundet med investeringsstrategien, det vil si i hvilken grad motivasjonen for ansvarlige investeringer påvirker investorens porteføljestrategi og beholdningens sammensetning. Den tredje komponenten, prinsipper, viser utviklingen av prinsippene og policyene for ansvarlige investeringer. Prinsippene underbygger den fjerde komponenten, eierskapsstrategier. Til slutt, evaluering dreier seg om vurdering av rammeverkets komponenter. Dette innebærer læring og vurdering av effekt slik at policyer for ansvarlige investeringer og praksis kan utvikles over tid.

Figur 2 – Rammeverket for ansvarlige investeringer



5.2. *Motivasjon*

I kapittel 2 presenterte vi generelle motivasjonsfaktorer for ansvarlige investeringer. Mange fond som har en ansvarlig investeringspraksis, går ut fra at aksjekursutviklingen og dermed avkastningen i porteføljen vil påvirkes av tilstøtende forhold som kanskje, og kanskje ikke kan måles med tradisjonelle finansielle mål. Hvis slike forhold, ofte miljø- og samfunnsmessige forhold og god styringsstruktur, påvirker selskapsverdien slik fondene oppfatter det, da foreligger det finansielle argumenter for at porteføljeselskapene skal vurdere dem. Men det er ikke klart fra et akademisk perspektiv hvordan (eller om) disse forholdene faktisk påvirker kursen på verdipapirene og avkastningen i porteføljen. Ut fra et synspunkt om markedseffisiens vil et forhold, når det viser seg å være viktig for selskapsverdien, komme til uttrykk i aksje- eller obligasjonskursene. Dessuten, dersom forholdet anses å ha potensiale til å påvirke et selskaps fremtidige lønnsomhet, vil sannsynligheten for en slik effekt allerede være priset inn i selskapets verdipapirer.

Ikke desto mindre legger mange fond til grunn for ansvarlige investeringer en tro på at globale utviklingstrekk som befolkningsvekst, ressursutarming, migrasjon, klimaendring og samfunnsmessige aspekter, som for eksempel menneskerettighetsdimensjoner, er potensielt relevante for å oppnå finansielle verdier. På dette grunnlaget kan noen av de tilstøtende forholdene allerede være gjenspeilt i verdipapirkursene. Men det er også allment anerkjent at ikke alle slike forhold er finansielt vesentlige. For eksempel visse miljø- eller samfunnsmessige forhold vise seg å ikke få finansiell betydning i fremtiden.

På bakgrunn av disse vurderingene, er et generelt behov for klarhet omkring fondets investeringsmandat helt vesentlig. Investeringsmandatet uttrykker i dag en tilnærming til ansvarlige investeringer og ble nylig gjentatt i Finansdepartementets (2013) rapport om forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2012: *“Departementet mener at god avkastning på lang sikt er avhengig av en bærekraftig utvikling i økonomisk, miljømessig og samfunnsmessig forstand...”*. Departementet instruerer forvalter om å *“være organisert på en måte som gjør det mulig å oppnå god avkastning på lang sikt og samtidig opprettholde fondets rolle som ansvarlig investor”*.

Departementets uttalelser gjenspeiler to av motivasjonsfaktorene for ansvarlige investeringer. Deler av departementets uttalelser er i tråd med argumentet om universelt eierskap (jf. kapittel 2), mens andre deler av uttalelsene gjenspeiler motivet om at bærekraft øker porteføljeavkastningen på lang sikt. Dessuten kan leseren trekke den slutningen at det eksisterer en avveing mellom å maksimere forventet avkastning og opprettholde fondets rolle som ansvarlig investor. Større klarhet i mandatet vil kunne gi mer effektiv veiledning til fondets forvalter.

5.3. *Konsekvenser av å være stor og langsiktig*

I kapittel 2 understreket vi sammenhengen mellom investeringsstrategi og hvordan fond håndterer ansvarlige investeringer. For eksempel er eierskapsstrategier som er egnet for en konsentrert portefølje med et relativt lite antall beholdninger, annerledes enn strategier som er egnet for et fond med stor spredning i beholdningene. Det er viktig å ta hensyn til den gjensidige avhengigheten som eksisterer mellom investeringsstrategi og ansvarlig investeringspraksis.

Fondet har over 7 000 selskaper i egenkapitalporteføljen. I noen tilfeller kan forvalter av fondet ha en formening om at et enkeltelskap er feilpriset og søke å oppnå meravkastning ved å endre eierandelen i selskapet i forhold til det referanseindeksen tilsier. Dersom forvalter mener at en aksje er verdt mer enn markedets pris tilsier kan han øke vekten i det aktuelle selskapet, mens om forvalter mener den er mindre verdt kan han eie mindre eller ikke eie selskapet i det hele tatt. Imidlertid vil porteføljen bestå av et stort antall selskaper som sikrer diversifisering. For den store mengden selskaper har ikke forvalter en oppfatning av prisingen og vil følgelig ha en eierandel i selskapene som er i samsvar med den vektingen de har i indeksen. Å gjøre noe annet – for eksempel å ha null beholdning av aksjer som anses for å være riktig priset – ville bety å ta et uforsvarlig veddemål på disse selskapenes utvikling i aksjemarkedet.

Konsentrerte posisjoner i selskaper som kan bidra på en meningsfull måte til utviklingen i porteføljen, bør underkastes detaljert verdipapiranalyse. Disse største beholdningene bør evalueres etter mange dimensjoner, hvor det tas hensyn til miljø- og samfunnmessige forhold samt god styringsstruktur. Det er imidlertid ikke effektivt for forvalteren å analysere alle selskaper like grundig. Det store antallet posisjoner som innehas hovedsakelig på grunn av hensynet til diversifisering, bør underlegges mindre detaljerte analyser. For disse porteføljebeholdningene er det hensiktsmessig å foreta en mer summarisk vurdering i forhold til ansvarlige investeringer.

Når porteføljen inneholder et stort antall aksjer, og beholdningen er diversifisert, bør aksjeomsetningen være lav, og beholdningen eies over lang tid. Dette er spesielt tilfelle når investorens tidshorison er svært langsiktig. En konsekvens av slik langsiktighet og spredning fra eiers side er at det kan komme i konflikt med ledelsen i porteføljeselskapene sitt tidsperspektiv. For eksempel kan det være i eierens interesse at kostnader som selskapene påfører samfunn eller konkurrenter for eksempel i form av utslipp eller forurensing bæres av det selskapet som står for utslippet. På samme måte kan det komme eiere som eier et stort antall selskaper til gode dersom det innføres avgifter på forbruk av offentlige goder som nasjonal sikkerhet eller bruk av vann. Ethvert selskap kan selvfølgelig dra fordel av å engasjere seg i antisosial atferd. Men dersom selskapet legger en byrde på andre, kan det redusere godene som eieren kunne dratt nytte av ved en diversifisert portefølje av selskaper. Eieren kan derfor ønske å se at selskapene, blir pålagt en ansvarlig atferd gjennom lovgivning, regulering, økte standarder og tilslutning til forventningene til en ansvarlig eier.

SPU har betydelige beholdninger i mange selskaper og er ofte blant selskapets største eiere. Ved utgangen av 2012 hadde fondet andeler på mer enn 2 prosent i 891 selskaper og over 5 prosent eierskap i 34 selskaper. Med veksten av fondet forventes det at denne typen store eierposisjoner vil mangedobles. For de største beholdningene har fondet potensielt større innflytelse og vil bli kontaktet av selskapet og andre aksjonærer vedrørende synspunkter på saker som er relevante for eierne. De forventningene fondet angir overfor disse selskapene, kan ha en signaleffekt overfor andre virksomheter og dermed ha større virkning enn hva et aktivt eierskap overfor et enkeltstående selskap ville kunne medføre. Det er altså rom for dypere engasjement overfor et moderat antall enkeltstående selskaper.

Utfordringene ved å føre dialog med et stort antall selskaper betyr at det er nødvendig for fondet å foreta prioriteringer i eierskapsstrategiene. Prioriteringsgrunnlaget må baseres på hvilken effekt som kan forventes på porteføljens langsiktige utvikling. Samtidig er det nødvendig å utvise varsomhet. Eiere bør være bevisst sin rolle og ikke unødig gripe inn overfor selskapsledelsen. En stor eier med lang tidshorison bør nøye vurdere om det er grunnlag for aktiv inngripen i et selskap som opererer innenfor lønnsom og lovlig forretningspraksis. Ved siden av ønsket nytte av endringer, kan endring av gjeldende forretningsmodeller medføre både kostnader og risiko.

Vi har behandlet eierstyring, miljø- og samfunnmessige forhold. Som vi påpekte i kapittel 3, har bedrifters styringsstruktur vært gjenstand for omfattende studier, men det er fremdeles behov for ytterligere forskning med relevans for langsiktige investorer. Interessante forskningsområder inkluderer finanssystemenes stabilitet og funksjon, bedriftsbeskatningsstrategier og skattereguleringer.

Når det gjelder miljømessige forhold, så pågår det en omfattende debatt om virkningene av klimaendringer, ressursknapphet og produktivitet, avskoging og tap av biologisk mangfold, og det er også evalueringer av virkningene av myndighetspåvirkning gjennom regulering og markedsbaserte instrumenter (McKinsey, 2009, 2011; Mercer, 2010). Det er likevel lite av dette arbeidet som gir veiledning om hva som er av betydning for investorer med store og brede porteføljer. Og enda verre er det at det nesten ikke finnes undersøkelser av hvordan selskapers håndtering av menneskerettigheter og rettigheter i arbeidslivet, eller effekter av inntektsforskjeller i og mellom land, påvirker selskaper og porteføljer,

Det er behov for forskning på hvordan kvaliteten i investeringsforvaltningen kan forbedres (eller ikke)

gjennom ansvarlig investeringspraksis. Empirisk forskning krever data. Økt åpenhet om ansvarlig praksis – fra kapitaleiere, investeringsforvaltere og selskapene det investeres i – ville kunne legge til rette for ny forskningsinnsikt om ansvarlige investeringer.

5.4. Utvikling av prinsipper og strategier for ansvarlige investeringer

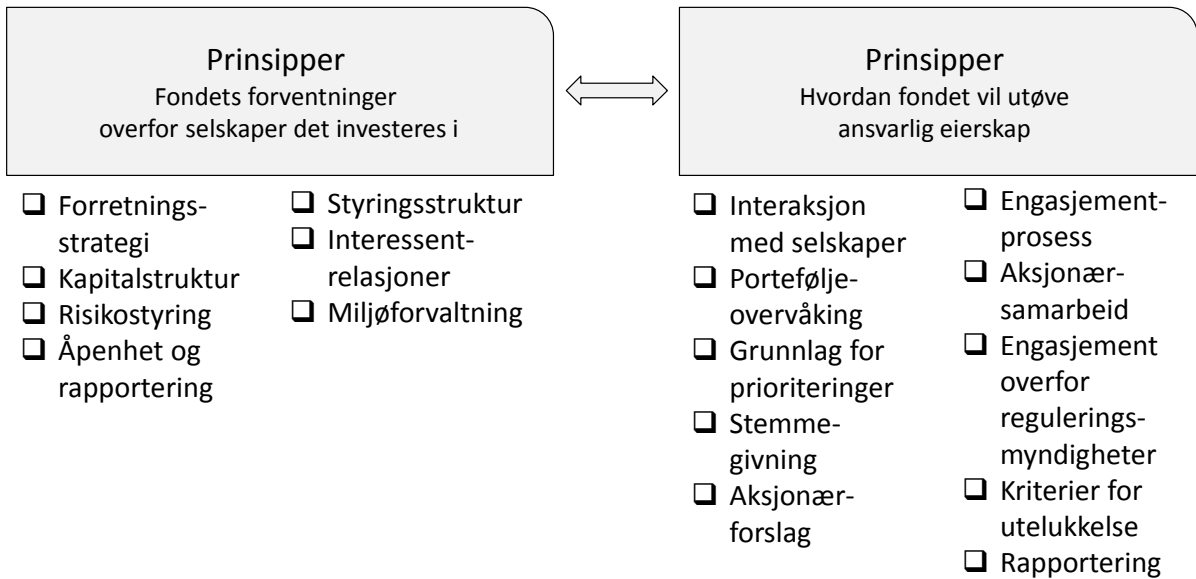
I kapittel 2.3 observerte vi at fondene vi har undersøkt, viser til et bredt spekter av prinsipper og standarder i deres arbeid med ansvarlige investeringer og eierskapsstrategier. Velutviklede prinsipper kan være retningsgivende for fondenes strategier, mens uklare formuleringer kan føre til urealistiske eksterne forventninger og suboptimal bruk av ressurser. Videre gir klare prinsipper forutsigbarhet og konsistens i et fonds utøvelse av eierskapsstrategier. På denne måten er prinsippene viktige for at allmennheten skal ha tillit til et fond. For et fond som drives på vegne mange underliggende eiere, er legitimitet et viktig tema. Når det gjelder SPU, betyr dette at mens fondet må holde fast ved sitt overordnede finansielle formål, bør det også være lydhør ovenfor konsensusbaserte synspunkter i den norske befolkningen.

Fondet må også anses som en legitim og ansvarlig investor i markeder utenfor Norge der fondet har, eller vil kunne ha, investeringer. Dersom fondet skulle bli ansett for å være agitator eller opportunist, eller for å ha en uklar agenda, kunne dette underminere fondets evne til å investere på beste vilkår globalt. For direkte investeringer, som fast eiendom (per i dag) eller potensielt andre aktivaklasser i fremtiden, er det spesielt verdifullt å bli betraktet som en attraktiv medinvestor. Å gi uttrykk for og følge aksepterte prinsipper er én måte å styrke oppfattelsen av fondet som en profesjonell og forutsigbar kapitaleier.

Vi ser generelt sterke argumenter for at fondet skal støtte og dra fordel av globale initiativer som det er nevnt i kapittel 2.3. Samtidig kan det å forsøke å overholde en stor mengde internasjonale standarder gjøre forvaltning av ansvarlig investeringspraksis mer utfordrende. Disse internasjonale prinsippene kan trekke i forskjellige retninger og i forskjellig grad være retningsgivende for fondene, og også være til hinder for utviklingen av et helhetlig og strukturert grunnlag for investeringsstrategier.

En komplementær tilnærming, illustrert ved eksempelet i figur 3, kan være å utvikle egne prinsipper som retningsgivende for arbeidet med ansvarlig investeringspraksis. Dette ville være erklæringer på høyt nivå som uttrykker hva fondet som eier forventer av selskaper det investeres i. Det grunnleggende kravet fra eiere er at selskapene forvaltes slik at aksjonærverdiene maksimeres på lang sikt. Prinsipper som dekker de viktigste elementene som berører dette overordnede målet, kan bidra til å forene interessene til både eier og selskap og dessuten vise ansvarlighet overfor aksjonærene. Dessuten trenger eiere prinsipper som gir rettleiding om hvordan eierskapsstrategier vil bli anvendt, og hvordan forventninger vil bli oppfylt.

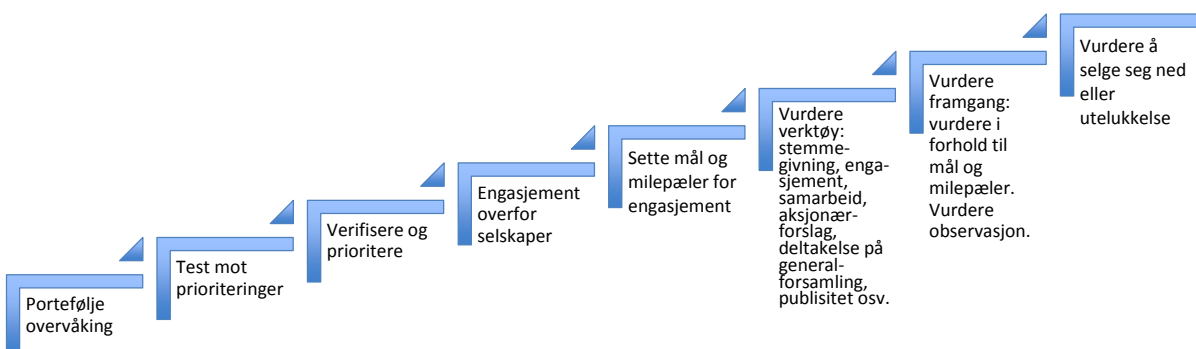
Figur 3 – Illustrasjon av rammeverket for prinsipper for ansvarlige investeringer



Kapitaleiere og forvaltere kan finne det nødvendig å spesifisere forventninger ytterligere og mer detaljert ved å formulere mer praktiske rettet og detaljerte *policyer*. For eksempel kan et prinsipp være at selskapene bør forvalte risikoer og muligheter knyttet til miljømessige forhold, på en måte som sikrer langsiktig verdi. For å underbygge dette prinsippet, kan eieren utvikle en mer detaljert policy der det understrekes at forvalteren forventer at selskapene håndterer særlig relevante forhold som utslipp, bruk av vann og avfallsforvaltning. Slike miljøpolicyer ville typisk være rettet mot bestemte bransjer eller sektorer som er utsatt mot disse forholdene.

Policyene kan også beskrive hele kjeden av eierskapsverktøy og hvordan disse generelt sett anvendes. Figur 4 er en illustrasjon av hvordan en eierskapsstrategi ville kunne utvikles knyttet til et bestemt forhold, for eksempel et brudd på prinsippene gitt i figur 3.

Figur 4 – Illustrasjon av en kjede av eierskapsverktøy ⁷



Eierskapsstrategier følger ofte en kjede av hendelser som begynner med forhold som fremkommer under porteføljeovervåking. Eieren må da foreta prioriteringer på grunnlag av prinsippene, og verifisere forholdet. En engasjementsplan omfatter målene for engasjementet, for eksempel bringe

⁷ For enkelhetens skyld gjelder dette diagrammet ikke engasjement overfor beslutningstakere eller reguleringsmyndigheter – en tilnærming som vil være hensiktsmessig under visse omstendigheter når forholdene er blitt verifisert og identifisert som relevante for porteføljen som helhet.

opplysninger på det rene, øke åpenhet, forbedre forretningsmessig atferd eller forbedre styringen av selskapet. Strategien for å oppnå målet for engasjementet bør i hvert tilfelle beskrive valget av eierskapsverktøy. Strategien vil avhenge av flere faktorer, blant annet eierandelen, forventet støtte fra andre aksjonærer og jurisdiksjon.

Det fins en rekke eierskapsverktøy som for eksempel kontakt med ledelsen og/eller styret i selskapet, fullmektigers stemmegiving, aksjeutlånsbegrensninger og innlevering av aksjonærforslag. Strategien vil også kunne omfatte en plan om intensivering dersom målet om aktivt eierskap møter motstand. Det vil si at strategien bør beskrive en opptrappingsprosess som innebærer å ta dialogen til toppledelsen, styret, andre aksjonærer og generalforsamlingen.

Som en siste utvei dersom den valgte strategien ikke har noen effekt, vil fondet kunne vurdere om selskapet bør bli satt under observasjon for mulig utelukkelse av verdipapiret av porteføljen. Denne avgjørelsen ville avhenge av den opprinnelige motivasjonen for selskapskontakten.

5.5. Observasjoner knyttet til dagens struktur

I dette avsnittet setter vi søkelyset på noen av utfordringene knyttet til hvordan arbeidet med ansvarlig investeringspraksis styres i dag.

Økende overlapping av aktiviteter mellom Etikkrådet og Norges Bank. Vi har observert at det har vært en økende overlapping av mål og aktiviteter mellom Etikkrådet og Norges Bank. For det første deltar Finansdepartementet, Norges Bank og Etikkrådet alle i den internasjonale debatten om ansvarlige investeringer. For det andre har selskapskontakt som et eierskapsverktøy blitt stadig viktigere etter som fondet har utviklet seg, og særlig siden evalueringen av de etiske retningslinjene i 2009. Som nevnt av Finansdepartementet (2013a), indikerte denne evalueringen at det bør legges større vekt på potensialet for å bidra til positiv endring i selskapenes atferd, og samspillet mellom utøvelsen av eierskapsrettigheter og utelukkelse av selskaper bør styrkes. Det er følgelig et sammenfall i aktivitetene og informasjonsinnhenting som Etikkrådet og Norges Bank foretar for å undersøke og forstå selskapers atferd.

Særlig har Etikkrådet som følge av de nye retningslinjene i 2010 utvidet omfanget av saker de vurderer, og de har økt kontakten med selskaper. For eksempel sies det i Etikkrådets (2012) årsrapport: *"rådet har for eksempel startet flere slike sektorstudier på miljøområdet. Studiene dekker enkelte former for oljeproduksjon med store lokale forurensingsproblemer, visse typer gruveaktivitet der avfallshåndtering innebærer særlig risiko, ulovlig hogst og annen særlig ødeleggende hogst, ulovlig fiske og annen særlig ødeleggende fiskeaktivitet, ødeleggende damprosjekter samt virksomhet med omfattende konsekvenser for særlig verdifulle verneområder. På menneskerettighetsområdet har Etikkrådet i flere år fulgt særlig med på infrastrukturprosjekter i Myanmar og naturressursutvinning i særlig urolige områder i Den demokratiske republikken Kongo".*

I tillegg til utelukkelse anbefalt av Etikkrådet etter retningslinjene for utelukkelse og observasjoner, trakk NBIM i 2012 ut i alt 23 selskaper som var involvert i palmeoljeproduksjon fordi selskapene ikke gjennomførte tilstrekkelige tiltak for å hindre utslipp av klimagasser forårsaket av tropisk avskoging. NBIM (2012) mente at *"deres langsiktige forretningsmodellikke var bærekraftig."* Dette var en følge av at tropisk avskoging ble tatt inn i dokumentet om investorforventninger og klimaendringer i 2012, og er første gang NBIM har trukket seg ut av selskaper i forbindelse med noen av de tre fokusområdene innenfor miljø- og samfunnsmessige forhold. Et annet eksempel der vi observerer overlappende undersøkelser og aktiviteter, er begge institusjonenes arbeid med vern av barns rettigheter.

Uten endringer i strukturen vil denne overlappingen sannsynligvis forsterkes. Videre kan økt investeringseksposering mot fremvoksende markeder føre til at NBIM kan komme til å bruke mer ressurser på å forstå forhold som vanligvis vurderes av Etikkrådet.

En krevende rolle for Finansdepartementet. Dagens struktur skaper en krevende rolle for departementet. For eksempel er utelukkelses anbefalingene fra Etikkrådet detaljerte i innhold og legalistiske i stil. Selskaper som vurderes for utelukkelse, inviteres til å kommentere direkte til Rådet om fakta og dokumentasjon som er til vurdering. Men det fins ingen formell ankeprosess eller noe "offentlig forsvarsform" hvis selskapets ledelse mener det er nødvendig å klargjøre eller protestere mot grunnlaget for de påståtte bruddene. Analysen er basert på offentlige opplysninger, men beskrivelsene og analysene kan sette søkelyset på situasjoner og forbindelser som ikke er fanget opp av markedene eller reguleringsmyndighetene.

Departementet blir utfordret av frivillige organisasjoner og andre interessenter når det gjelder avgjørelser om fondets investeringer som for eksempel ikke å behandle anbefalinger raskt nok og ikke vedta alle utelukkelsesforslagene fra Etikkrådet. Denne typen utfordringer vil sannsynligvis øke for etter som fondet vokser, vil det bli en enda mer betydelig aksjonær i en rekke av verdens største selskaper. Følgelig vil fondet bli underkastet ytterligere gransking fra bedriftsledere, andre aksjonærer og gjeldsinnehavere samt reguleringsmyndigheter, andre myndigheter og politiske ledere i landene der fondet investerer. Utelukkelses anbefalingene er offentlige og svært detaljerte, og vil være gjenstand for grundig tolkning.

Denne observasjonen er nevnt av Finansdepartementet (2012) i stortingsmeldingen (2011-2012): *“...dagens system utgjør en kilde til operasjonell risiko, og det kan ikke utelukkes at det vil kunne forekomme at nedslag gjøres for forhold som er avsluttet på nedslagsstidspunktet. Dette vil kunne påføre det berørte selskapet ufortjent omdømmeskade. Linjen med stor åpenhet om departementets beslutning og lange og detaljerte tilrådinger vil i slike tilfeller kunne virke uheldig for selskapene. Dette er følger av dagens system og organisering av arbeidet med utelukkelse og observasjon som det er viktig å være oppmerksom på.”*

Som Finansdepartementet påpeker, er det følger av den nåværende ordning, særlig ettersom andre investorer kopierer utelukkelseslistene. Som beslutningstakinge organ bør departementet i økende grad regne med press fra selskaper og andre for å rettferdiggjøre utelukkelsene. Det kan faktisk også være risiko for søksmål fra selskaper og andre aksjonærer. Konsekvensene ved å foreta “upassende” avgjørelser om utelukkelse vil kreve mer tid og ressurser i departementet til behandling av anbefalingene. Lengre tid mellom en påstått hendelse og en endelig beslutning vil øke risikoen for at opplysningene om bruddene er blitt foreldet. Departementet kan få behov for mer personell til å verifisere anbefalingene og vurdere konsekvensene, noe som vil føre til ytterligere overlapping av arbeidet mellom Finansdepartementet, Etikkrådet og Norges Bank.

Videre kan departementets operasjonelle rolle i avgjørelser om utelukkelse sette departementet i en utsatt posisjon ettersom noen kan tolke disse avgjørelsene som et uttrykk for norske myndigheters mening som helhet vedrørende et selskap eller endog et land.

5.6. Begrensninger for ansvarlige investeringer

Som et statlig fond vil tiltakene forvalter treffer på vegne av fondet, bli forbundet med den norske regjeringen. Dette dilemmaet vil tilta i takt med veksten av fondet, dets økende betydning på globale kapitalmarkeder og økt aktivitet fra eiersiden. Disse faktorene vil intensivere presset på forvalter og eier fra organisasjoner, andre stater, selskaper og en rekke interessenter.

Fondet og den norske regjeringen vil fortsette å bli gransket og testet for hvordan disse dilemmaene håndteres. Eksempler på dette omfatter, men er ikke begrenset til:

Nasjonal anskaffelsespolitikk. Mange selskaper er i dag eller kan potensielt bli leverandører til den norske stat. Det er en innlysende inkonsekvens mellom å sette selskaper under observasjon eller utelukke dem i forbindelse med fondet og samtidig akseptere dem som leverandører til staten.

Statseide foretaks atferd. Det kan være statseide norske selskaper som ikke tilfredsstiller fondets

standarder. Dersom fondet har forventninger til selskaper det investeres i, vil det kunne utøves press på et departement som er ansvarlig for en statseid virksomhet, om å oppfylle fondets standarder.

Offentlig politikk og bistand. Offentlig politikk og bistandsaktiviteter kan stå i motsetning til den kommersielle virksomheten i selskaper fondet har i sin portefølje. Et eksempel kan være investering i virksomheter som kommer i konflikt med norsk regnskogsarbeid. Fondets engasjement bør harmoniseres med landets politikk og bistand.

Investeringer for å tjene politiske formål. Fondet utsettes for betydelig politisk press. For eksempel krever enkelte grupper investeringsstrategier som oppmuntrer til raskere overgang til en mer bærekraftig økonomi, mens andre ønsker å etablere goder innenlands (som å forbedre infrastrukturen i Norge) som koster mer enn det er dekning for i statsbudsjettet.

Det er viktig at fondsforvaltningen ikke anses som det foretrukne alternativet til å løse dilemmaer myndighetene står overfor. Investeringsforvalter bør ikke forventes å treffe tiltak for å avbalansere offentlig politikk i Norge som kan anses for å være utilfredsstillende. Og fondet, som har lang tidshorison, skal heller ikke være gjenstand for kortsiktig press vedrørende forhold som kan være forbigående. Fondet har makt til å gå i dialog med selskaper som det delvis eier. Uansett, som vi understreket i kapittel 5.4, bør denne makten brukes med varsomhet og bør ikke underminere oppfatningen av fondets legitimitet i globale markeder.

5.7. De tre pilarene med anbefalinger

Strategirådet har vurdert hvordan andre fond opptrer i forhold til ansvarlig investeringspraksis, har vurdert relevant forskning og har lyttet til representanter for fondets mange interessenter. I dette kapitlet har vi satt søkelyset på emner vi anser for å være mest relevante med hensyn til ansvarlig investeringspraksis, og har drøftet hva vi anser for å være effektiv praksis. Vi har også observert dagens struktur for ansvarlig investeringspraksis i fondet. På grunnlag av disse vurderingene anbefaler vi Finansdepartementet å vurdere endringer i departementets investeringsmandat til Norges Bank. Vi anbefaler også visse strukturelle endringer i oppgavene som utføres av departementet, Etikkrådet og Norges Bank.

Våre anbefalinger består av tre pilarer. Den første pilaren vurderer mål og strategi for ansvarlige investeringer. Formålet med Pilar én er å sikre at fondet oppnår samsvar mellom sine mål, prioriteringer og aktiviteter under rammeverket for ansvarlig investering. Uklare eller motstridende mål kan føre til utilsiktede konsekvenser som uforutsigbare handlinger, vanskeligheter med å foreta prioriteringer og hindring av effektiv ressursbruk, som alt sammen kan påvirke fondets resultater negativt.

I Pilar to gir vi anbefalinger om graden av åpenhet i fondets ansvarlige investeringsprosess, strategi og praksis. Denne pilaren har flere siktemål. Det første målet er å sikre kontinuerlig læring og forbedring i den ansvarlige investeringsprosessen og i organisasjonene involvert i disse prosessene. Det andre er å sikre offentlig tillit og legitimitet til fondet gjennom ansvarlighet. Det tredje er å fastslå den riktige graden av åpenhet som vil gi maksimalt effektiv gjennomføring av eierskapsstrategier.

For å gjennomføre anbefalingene i Pilar én og Pilar to, ser vi behov for å integrere alle fondets aktiviteter i forbindelse med ansvarlige investeringer. Dette er grunnlaget for våre anbefalinger i Pilar tre.

6. Pilar én: Mål og strategi

Formålet med Pilar én er å sikre at fondet oppnår samsvar mellom sine mål, prioriteringer og aktiviteter. Uklare eller motstridende mål kan føre til utilsiktede konsekvenser som uforutsigbare handlinger, vanskeligheter med å oppnå prioriteringer og hindring av effektiv ressursbruk, som alt sammen kan påvirke fondets resultater negativt.

Vi anbefaler at mandatet fra Finansdepartementet til Norges Bank er så klart som mulig langs tre dimensjoner. Disse dimensjonene er for det første at Finansdepartementet spesifiserer målet for fondets ansvarlige investeringer. For det andre at Finansdepartementet bør kreve at Norges Bank utvikler og meddeler et sett av overordnede prinsipper for ansvarlige investeringer. Og endelig bør Norges Bank anmodes om å utvikle og anvende eierskapsstrategier som støtter målet og prinsippene for ansvarlige investeringer.

Vi anbefaler også at mandatet fra Finansdepartementet krever at banken skal drive forskning om forhold knyttet til ansvarlige investeringer som i vesentlig grad kan virke inn på porteføljevilkastningen.

Anbefaling 1: Klargjøre målet for ansvarlige investeringer. I kapittel 2 presenterte vi de viktigste motivasjonsfaktorene som er blitt nevnt av andre for å investere ansvarlig, og i kapittel 3 gav vi et sammendrag av relevante forskningsresultater. Vi har undersøkt praksisen i andre fond, og har sett etter og vurdert forventningene fra fondets interessenter. Vi anbefaler at de grunnleggende målene for fondets ansvarlige investeringspraksis omfatter tre premisser:

For det første er det eierens endelige ansvar å sikre fondets kjøpekraft for fremtidige generasjoner ved kostnadseffektiv forvaltning gitt et moderat risikonivå.

For det andre vil kjøpekraften for fremtidige generasjoner avhenge av den totale verdien som skapes av virksomhetene fondet eier. Eieren må derfor forstå betydelige faktorer (enten de i dag anses for å være av finansiell eller ikke-finansiell karakter) som vil kunne virke inn på fondets fremtidige verdi. Ved ansvarlige investeringer bør initiativ som forventes å ha vesentlig virkning på fondets finansielle verdi, prioriteres.

For det tredje er det, basert på vurderinger av overlappende konsensus i den norske befolkningen, eierens ansvar å innføre visse restriksjoner på fondets investeringsstrategi.

Vi understreker at det endelige ansvaret er å søke å oppnå maksimal avkastning med et moderat risikonivå. Fondets ansvarlige investeringsaktiviteter bør rettes mot verdiøkende aktiviteter, og ikke være et redskap for politiske mål. Vi ser imidlertid et behov for prinsipper og etiske vurderinger som ikke har finansiell virkning på fondets utvikling.

Anbefaling 2: Ansvarlige investeringer bør integreres og inkluderes i investeringsmandatet. Den eksisterende investeringsstrategien vil virke inn på effektiviteten av forskjellige eierskapsstrategier. Vi anbefaler derfor at grunnleggende beslutninger vedrørende ansvarlig investeringspraksis bør vurderes helhetlig og i sammenheng med hvordan fondet er investert. I fremtiden kan ny kunnskap om forhold som angår ansvarlige investeringer, føre til at fondet vurderer å endre porteføljens aktivaallokering. Strategirådet anbefaler at slike vurderinger baseres på analyser om forventet virkning på porteføljens avkastning.

Hvordan ansvarlighet blir integrert i forvaltningen påvirkes av hvordan fondet investerer. Dersom eieren følger en aktiv porteføljeforvaltning, er det potensielt nyttig å integrere tilliggende forhold (for eksempel relevante ESG-vurderinger) i investeringsbeslutningene på verdipapirnivå. På den annen side, hvis eieren mener at fondet vil oppnå best utvikling ved å følge en indeks, vil initiativ som påvirker hele markeder og sektorer være særlig viktige. Eksempler på sistnevnte kan være større

åpenhet i selskapenes rapportering samt å sikre rettferdig forretningspraksis, prise eksternaliteter og forbedre kvaliteten og effektiviteten på kapitalmarkedet.

I den grad fondet har en blanding av investeringstilnærminger, vil sannsynligvis en segmentert strategi for ansvarlige investeringer være hensiktsmessig.

Anbefaling 3: Utvikle prinsipper for ansvarlige investeringer og basere eierskapsstrategier på disse.

Vi foreslår at fondet styres av ett sett av prinsipper for ansvarlige investeringer i tråd med drøftelsen i kapittel 5.4. Det er vår anbefaling at prinsippene holistisk dekker alle forhold som påvirker hvordan selskaper tilpasser seg eierens mål om å maksimere langsiktig verdiskaping. Disse prinsippene uttrykker forventningene fondet har til selskapene det investeres i, herunder selskapets formål, strategier, finansiering, åpenhet, styringsstruktur og relasjoner med relevante interessenter og håndtering av miljøfaktorer.

Formålet med fondets eierskapsstrategier bør være å undersøke og følge opp disse prinsippene. Vi anbefaler at utviklingen av eierskapsstrategier baseres på prinsipper om hvordan de forskjellige elementene anvendes. Med dette mener vi at fondet bør ha prinsipper for hvordan og når de forskjellige verktøyene i eierskapsstrategien skal anvendes, herunder overvåking og verifisering av porteføljen, stemmegivning, samhandling med og aktivt eierskap overfor selskaper, aksjonærsamarbeid, bruk av aksjonærforslag, kriterier for nedsalg og utelukkelse samt rapportering og vurdering av virkningene av strategiene.

Vi anbefaler at fondet styres av et prinsipp om at eierskapsstrategier som forventes å ha en vesentlig virkning på porteføljens risiko og utvikling, bør prioriteres.

Anbefaling 4: Igangsette forskning for å øke forståelsen av porteføljeutvikling. Det følger av hovedmålet i Anbefaling 1 at fondet har et ansvar for å utvikle økt forståelse for hvilke forhold som kan påvirke fremtidig porteføljeavkastning. Som nevnt i kapittel 5.3, kan en investor som er så stor som fondet, få en uforholdsmessig gevinst av slik forskning.

Fondet bør støtte forskning som kan fylle kunnskapsgapet om virkningen av ESG-forhold på faktisk porteføljeverdi. Områder nevnt i kapittel 5.3, inkluderer blant annet stabilitet i finansielle systemer, virkningene av klimaendringer, ressursknapphet og produktivitet, avskoging og tap av biologisk mangfold, menneskerettigheter og rettigheter i arbeidslivet, strategier for bedriftsbeskatning og skatteregulering samt samfunnstrender som formuesforskjeller innenfor og mellom land.

Det er viktig å skille mellom det å studere disse emnene fra et politisk perspektiv og å undersøke hvilken innvirkning de har på porteføljeutviklingen. Studier av ESG-forhold kan identifisere saker som er av stor viktighet, og noen av disse bør bli gjenstand for politiske initiativ fra regjeringen i Norge og andre land. Slike studier er viktige, men de faller vanligvis utenfor fondets mandat.

De undersøkelsene fondet bør prioritere, er de som kan gi innsikt i investeringsstrategier og øke formuen for fremtidige generasjoner. Resultatene fra slik forskning kan gi ny kunnskap om aktivaallokering, sektor- og bransjeeksponering, vektning i forhold til andre faktorer, allokering til nye aktivaklasser som private markeder eller infrastruktur, og andre temaer som underbygger investeringsbeslutninger.

Anbefaling 5: Støtte reguleringer eller nye standarder som øker porteføljeverdien. Forskning som beskrevet ovenfor, kan gi kunnskap om behovet for endringer i regulering, og standarder. Som nevnt i kapittel 5.3, er det grenser for hva som kan oppnås ved å følge internasjonalt anerkjente globale standarder. Faktisk er det vårt syn at Norge bør være en leder, og ikke bare følge etter, når det gjelder å søke å oppnå reguleringsendringer eller få krevende standarder vedtatt som kan øke verdien av fondets portefølje.

Det er derfor i fondets interesse å delta i drøftelser, og å støtte eller anspre til standarder eller

reguleringer som vil øke totalverdien av fondets portefølje. Vi anbefaler at fondet på høyt nivå prioriterer politiske initiativ som søker å forbedre åpenhet i selskapene, sikre rettfærdig forretningspraksis og forbedre kvaliteten og effektiviteten på kapitalmarkedet samt internalisere eksternaliteter.

7. Pilar to: Åpenhet og ansvarliggjøring

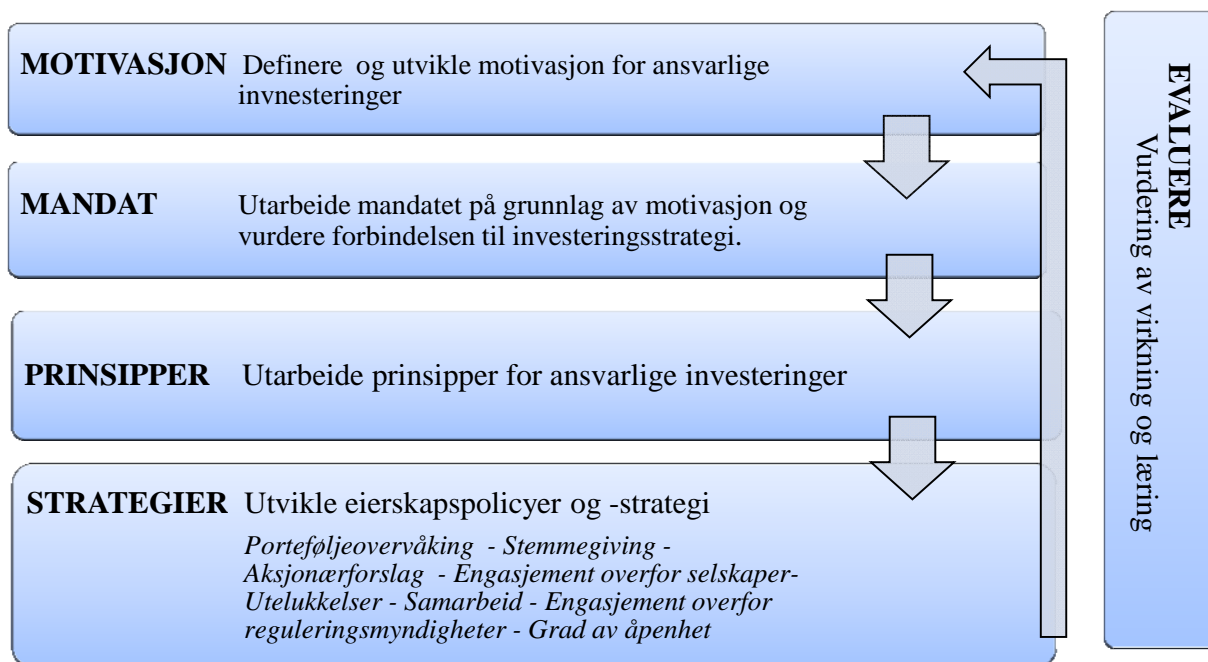
I Pilar to gir vi anbefalinger om grad av åpenhet når det gjelder rammeverket for fondets ansvarlige investeringer. Med rammeverk mener vi prosessen med å fastsette mål, og utvikling av prinsipper og eierskapsstrategier. Det sentrale målet i denne pilaren er å fremme kontinuerlig læring og forbedring av rammeverket, sikre allmenn tillit til og legitimitet for fondet, og å finne fram til riktig grad av åpenhet som gir maksimalt effektiv gjennomføring av eierskapsstrategier.

Anbefalingene i Pilar to er i hovedsak å bekjentgjøre målet, prinsippene og policyene samt eierskapsstrategiene som følger av anbefalingene i Pilar én.

Anbefaling 6: Åpenhet om prinsippene for ansvarlige investeringer og eierskapsstrategier Det er en spesiell utfordring for fondet å finne riktig balanse mellom åpenhet i fondet og diskresjon om operasjonell forvaltning av porteføljen. På grunn av fondets størrelse vil nesten alle handlinger påvirke selskaper, markeder og reguleringsmyndigheter. Følgelig er det vanskelig å oppnå en riktig balanse mellom behovet for forsiktighet i sensitive situasjoner og grad av åpenhet som er nødvendig for at interessentene skal få tillit til at fondet følger sine mandater og ivaretar det norske folks interesser på lang sikt.

Hovedsakelig anbefaler Strategirådet åpenhet om fondets ansvarlige investeringer, mål, prinsipper, policyer og strategier fremfor åpenhet om saker som spesielt gjelder selskaper. I praksis vil denne åpenheten innebære beskrivelse av prosessen for etablering av fondets rammeverk for ansvarlige investeringer, som illustrert i figur 5, og som forklart i kapittel 5.1.

Figur 5 – Rammeverket for ansvarlige investeringer*



*Denne figuren er den samme som Figur 2.

Ved offentliggjøring bør prinsippene for ansvarlige investeringer og tilsvarende eierskapsstrategier vektlegges. Det bør være åpenhet om hvordan fondet anvender de ulike elementene som utgjør eierskapsstrategiene. I mandatet til Norges Bank bør Finansdepartementet be om at forvalter utvikler og offentliggjør prinsippene for hvordan elementene i eierskapsstrategien og eierskapsverktøyene vil bli anvendt. Dette forslaget følger av drøftelsene i kapittel 5.3 og i anbefaling 3. Rapportering om spesifikt og pågående aktivt eierskap overfor selskaper kan være ødeleggende for fremgangen eller for fremtidig engasjement. For å balansere behovet for åpenhet mot nødvendig diskresjon, kunne banken publisere aggregerte, men informative oppsummerende rapporter.

Anbefaling 7: Rapporter om virkningen av strategi for ansvarlige investeringer. Vi har anbefalt at fondet er åpen om prosessen for utvikling av eierskapsstrategier. Forskning som undersøker effekten og virkningen av eierskapsstrategier er en forutsetning for forbedringer og for effektiv ressursallokering. Endring av kurs som en følge av endringer i forholdene eller når strategiene er mindre effektive enn forventet, vil ofte være nødvendig. Åpenhet om hva som ikke virker og å legge til rette for resonnering og drøftelser om endringer kan bidra til å øke tilliten til hvordan fondet forvalter sine eierskapsstrategier. En åpenhetskultur er nødvendig for å effektivt evaluere virkningen av fondets strategier for ansvarlige investeringer samt for å lære av erfaring. Ved å dele kunnskapen fra slik forskning og vurdering, kan fondet innta en lederrolle på utvalgte områder av ansvarlig investeringspraksis.

8. Pilar tre: Integrere fondets arbeid for ansvarlige investeringer

Målet med Pilar tre er å gi råd om hvordan ressurser og kompetanse knyttet til ansvarlige investeringer, best kan utnyttes for å oppnå målene fremsatt i anbefaling 1. Med "best kan utnyttes" mener vi ikke bare i forhold til ressurser og kostnader, men enda viktigere den endelige virkningen av prinsippene og eierskapsstrategiene beskrevet i anbefaling 3. For å gjennomføre anbefalingene i Pilar en og Pilar to, er det behov for strukturelle endringer i fondets tilnærming til sin ansvarlige investeringspraksis.

Anbefaling 8: Beslutninger om utelukkelse bør bli del av en integrert kjede av eierskapsverktøy. I anbefaling 3 ga vi det rådet at mandatet til Norges Bank bør omfatte et krav om å utvikle prinsipper for ansvarlige investeringer som grunnlag for eierskapsstrategier. Vi påpekte i kapittel 5.3 at for å være eierskapsstrategiene skal være mest mulig effektive trengs en integrert bruk av verktøy. Vår anbefaling er at beslutninger om utelukkelse eller nedsalg relatert til selskapers atferd, bør treffes på grunnlag av fondets klart uttrykte prinsipper og vanligvis etter at alle eierskapsstrategier er blitt vurdert. Retningslinjene for observasjon og utelukkelse vil derfor bli integrert i de nye prinsippene for ansvarlige investeringer. Eierskapsstrategier vil derimot sannsynligvis ikke være hensiktsmessige når det gjelder produktbaserte utelukkelse.

Vi er overbevist om at anvendelse av en kjede av eierskapsverktøy er bedre egnet til å støtte motivene bak atferdsbaserte utelukkelse. Det er imidlertid andre og viktige grunner til å integrere beslutninger om utelukkelse i fondets ansvarlige investeringsaktiviteter. Den første grunnen er å unngå den duplisering av ressursbruk som nå skjer mellom Etikkrådet og Norges Bank, og til en viss grad også Finansdepartementet. Med ressurser refererer vi her til prosessene med å analysere porteføljeselskaper, forstå om det kan ha skjedd brudd på retningslinjer og innhente informasjon i tillegg til interaksjon med selskaper for å verifisere potensielle brudd. I kapittel 5.5 påpekte vi den økende overlappingen i disse aktivitetene som i dag utføres av Etikkrådet og Norges Bank. Ressursene og kompetansen i disse institusjonene kunne bli bedre utnyttet dersom de ble samordnet.

En følge av å slå sammen ressursene forbundet med ansvarlige investeringer, ville være å reorganisere arbeidet og beslutningsprosessen. Vår anbefaling er, gitt investeringsmandatet fra

Finansdepartementet, at hovedstyret i Norges Bank bør treffe beslutninger om prinsippene og eierskapsstrategiene, herunder den endelige beslutningen om å utelukker selskaper som bryter fondet prinsipper. En gunstig følge av å overføre beslutninger om utelukkelse fra Finansdepartementet er å unngå problemet med overlapping av roller og kravene til departementet som er behandlet i kapittel 5.5.

Den organisatoriske virkningen av denne anbefalingen drøftes i anbefaling 9.

Anbefaling 9: Delegere beslutninger om utelukkelse til Norges Bank. Lov om Statens pensjonsfond definerer Finansdepartementet som eier av fondet. Forvaltningen av fondet er delegert til hovedstyret i Norges Bank som fondsforvalter. Hovedstyret i Norges Bank delegerer deretter investeringsbeslutninger til Norges Bank Investment Management (NBIM). Ansvarlighet krever klare beskrivelser av ansvar og roller, en styringsstruktur som sikrer åpenhet om mål, prosedyrer og aktiviteter, og et effektivt rammeverk for rapportering.

Hierarkiet av beslutningsprosesser og rapporteringslinjer knyttet til arbeidet med ansvarlige investeringer, og Strategirådets tilsvarende anbefalinger, er illustrert i figur 6.

Figur 6 – Rapportering og rammeverket for ansvarlige investeringer



Finansdepartementet – eier av SPU. Som eier av fondet er Finansdepartementet ansvarlig for hele rammeverket for ansvarlige investeringer. Et av ansvarsområdene for eieren er prosessen med å bearbeide målene for arbeidet med ansvarlige investeringer og forstå forbindelsen mellom investeringsstrategi og mål. På grunnlag av denne forståelsen produserer Finansdepartementet investeringsmandatet basert på målene for ansvarlig investeringspraksis (*Anbefaling 1*) og vurderinger av virkningen på fondets investeringsstrategi (*Anbefaling 2*).

I den tredje premissen i det overordnede målet i *Anbefaling 1*, heter det at *basert på vurdering av overlappende konsensus i den norske befolkningen, er det eierens ansvar å innføre visse restriksjoner på fondets investeringsstrategi.* Beslutninger om nedsalg eller utelukkelse av selskaper påvirker investeringsuniverset, og kriteriene for disse beslutningene bør uttrykkes eksplisitt i mandatet til Norges Bank.

Ifølge *anbefaling 3* ville Finansdepartementet kreve at Norges Bank utvikler prinsipper for ansvarlige investeringer som basis for eierskapsstrategier. Som nevnt ovenfor, bør kriteriene for utelukkelse være uttrykkelig formulert i mandatet. Dessuten bør Finansdepartementet kreve at Norges Bank innarbeider disse kriteriene i prinsippene om ansvarlige investeringer

Mandatet bør også omfatte krav om rapportering vedrørende anvendelsen av prinsippene om ansvarlige investeringer samt en vurdering av virkningen av eierskapsstrategiene. Anbefaling 4 foreslår at Norges Bank bør igangsette forskning for å øke forståelsen av virkningen av ansvarlige investeringer på porteføljeutviklingen. Dette bør gi viktig input i prosessen med evaluering av mandatet og forbindelsen til investeringsstrategiene. Eieren (Finansdepartementet) bør så rapportere resultatene av vurderingene til Stortinget. Denne rapporten bør inneholde vurderinger av finansiell utvikling samt hvordan rammeverket for ansvarlige investeringer blir anvendt.

Styret i Norges Bank – forvalter av SPU. På grunnlag av mandatet fra Finansdepartementet, bør styret i Norges Bank treffe beslutninger om investeringsstrategi, utvikle prinsippene for ansvarlige investeringer og treffe beslutning om eierskapsstrategier basert på prinsippene (*Anbefaling 3*). Som drøftet i kapittel 5.4, krever noen av prinsippene for ansvarlige investeringer mer detaljerte støttende policyer. Disse bør utvikles og implementeres av NBIM.

Konsekvensen av anbefaling 9 er at hovedstyret i Norges Bank også vil ha ansvaret for å treffe beslutninger om nedsalg og utelukkelse, og å avgjøre graden av åpenhet ved slike avgjørelser. I noen tilfeller kan Norges Bank ønske å utelukke eller selge seg ut av selskaper som bryter fondets prinsipper, på grunnlag av finansielle vurderinger om risiko og avkastning. Slike beslutninger kan for eksempel treffes etter en omfattende bruk av verktøy for eierskapsstrategier som vist i figur 6. Når det konkluderes med at den finansielle risikoen ikke tilsier at et selskap bør beholdes i porteføljen, vil en slik avgjørelse falle under det generelle forvaltningsansvaret som er delegert til NBIM og rapporteres med hyppige mellomrom. Det kan også være tilfeller der selskaper bryter kriterier som er uttrykkelig angitt i mandatet fra Finansdepartementet –utelukkelse av den grunn bør gjøres til gjenstand for beslutninger i hovedstyret i Norges Bank.

Anbefaling 10: Sikre ansvarliggjøring og sammenfall av interesser. Etter vedtak av anbefaling 8 og 9, vil hovedstyret i Norges Bank ha utvidet ansvar for forvaltningen av fondet. Vi behandler nå videre konsekvenser av forslaget om å delegere forvaltningen av visse ikke-finansielle forhold til fondsforvalter.

I henhold til vårt forslag vil Norges Bank ha ansvaret for å trekke seg ut av (eller ikke investere i) selskaper som bryter visse kriterier som er fastsatt av Finansdepartementet og er inkludert i mandatet. Fondsforvaltere blir vanligvis evaluert og betalt på grunnlag av finansiell avkastning etter kostnader. En konsekvens av anbefalingene i denne rapporten er at Norges Bank vil måtte treffe beslutninger som kan få negativ virkning på porteføljeavkastningen. Det vil også innebære kostnader som ikke nødvendigvis øker verdien i fondet. Dette gjelder kostnader for analyse, verifisering og utarbeidelse av vedtaksforslag overfor hovedstyret i Norges Bank. Det er sannsynlig at Norges Bank vil måtte skaffe ekstra kompetanse og ressurser som i dag ikke er representert i fondsforvalters organisasjon. For å sikre at Norges Bank har de rette insentivene til å følge eiers instruksjoner på en effektiv måte, bør eier foreta justeringer av hvordan fondsforvalter blir målt med hensyn til dette arbeidet. Eier bør også spesifisere at hovedstyret i Norges Bank har behov for kompetanse til å oppfylle de utdannede oppgavene og kravene.

Nedenfor presenterer vi noen mekanismer som vil bidra til ansvarliggjøring og gi insentiver som kan motvirke konfliktene mellom de finansielle og ikke-finansielle målene i mandatet:

Indeksjusteringer. Ved evaluering av fondets utvikling, bør referanseindeksen justeres for å ta hensyn til utelukkelse av selskaper på grunnlag av ikke-finansielle kriterier.

Måle ressurser. Ressursene som er nødvendige for å analysere, verifisere og utarbeide dokumentasjon om potensielle brudd på prinsipper om ansvarlige investeringer fastsatt av eier, bør måles. Kostnadene ved slike ressurser bør holdes utenfor forvaltningskostnadene for fondet.

Relevant kompetanse. Etikkrådet har verdifull kompetanse om forholdene som styres av dagens retningslinjer for observasjon og utelukkelse. Vi anbefaler at disse retningslinjene integreres i

investeringsmandatet fra eier til hovedstyret i Norges Bank. Hovedstyret vil da ha ansvaret for å operasjonalisere mandatet. Følgelig vil hovedstyret i Norges Bank måtte ha, eller ha faktisk tilgang til, relevant kompetanse. Dette vil kunne oppnås for eksempel ved å etablere en komité oppnevnt av hovedstyret i Norges Bank, som gir råd og anbefalinger til hovedstyret i saker som gjelder utelukkelse. Kunnskapen og kompetansen som er samlet opp i sekretariatet i Etikkrådet, bør benyttes og integreres i forvaltningsorganisasjonen NBIM.

Anvende effektive kontrollfunksjoner. Norges Banks arbeid med fondets prinsipper for ansvarlige investeringer og eierskapsstrategier bør gjøres til gjenstand for internkontroll på linje med bankens generelle kontrollfunksjoner. Rapporter fra slike kontroller bør gjøre det mulig for fondets eier å vurdere om deres mandat blir fulgt på en egnet måte.

Åpenhet og rapportering. Større åpenhet om hvordan Norges Bank arbeider med investeringsprinsipper og påfølgende eierskapsstrategier vil i seg selv være å vise ansvarlighet overfor eier og allmennheten. Dette argumentet ble behandlet i Pilar to.

9. Konklusjoner

Som Strategiråd 2013 for SPU ble vi bedt av Finansdepartementet om å gi rettleiding om fondets ansvarlige investeringsstrategi og -praksis. Som grunnlag for rettleidingen undersøkte vi først strategier og praksis som i dag følges av kapitaleiere og forvaltere som har forpliktet seg til ansvarlige investeringer. Følgelig gjennomførte vi en lang rekke intervjuer og analyserte et stort antall offentlige dokumenter fra disse og andre kilder, herunder eksperter i Norges Bank og Etikkrådet. Vi vurderte også synspunktene til andre parter som er engasjert i ansvarlige investeringer, herunder fondets interessenter, frivillige organisasjoner, konsulenter, forskere og dataleverandører. Videre analyserte vi den forskningen som i dag foreligger om ansvarlige investeringer. For ytterligere å øke vår forståelse av synspunktene fra disse partene, avholdt vi to konferanser og deltok på en rekke andre konferanser som behandlet aspekter ved ansvarlige investeringer.

På grunnlag av vår omfattende analyse, utarbeidet vi spesifikke anbefalinger for fondet. Disse anbefalingene er basert på tre grunnleggende pilarer. I den første pilaren dreier våre anbefalinger seg om fondets mål og strategi for ansvarlige investeringer, herunder behovene for klarhet vedrørende motiver, integrering av ansvarlige investeringer i investeringsmandatet, et enhetlig sett av prinsipper og prosedyrer, forskning om globale utviklingstrekk og endelig støtte til politiske endringer som øker porteføljens verdi. I den andre pilaren gir vi anbefalinger for å øke fondets åpenhet og ansvarlighet med hensyn til ansvarlige investeringer, herunder bekjentgjøring av fondets prinsipper, policyer, strategier og virkninger av ansvarlige investeringer. Endelig anbefaler vi under den tredje pilaren endringer av fondets styringsstruktur for å oppnå en mer integrert tilnærming til fondets ansvarlige investeringer, særlig ved å integrere fondets arbeid med ansvarlige investeringer i én organisasjon samtidig som kompetansen og ekspertisen utviklet av Etikkrådet, beholdes, og ved å sikre ansvarliggjøring og sammenfall av interesser. I vår rapport har vi redegjort for bakgrunn og basis for hver av anbefalingene våre.

Vi mener anbefalingene vil bidra ytterligere til å styrke arbeidet med ansvarlige investeringer i SPU. Ved å ha en mer enhetlig og holistisk tilnærming vil fondet få en ansvarlig investeringsstrategi med større tyngde og innflytelse. Dette oppnås gjennom våre anbefalinger om å integrere ressursene og kunnskapene som er utviklet i Etikkrådet og Norges Bank, bruke ett overordnet sett av prinsipper for ansvarlige investeringer samt én felles prosedyre for eierskapsaktiviteter, herunder porteføljeovervåking og analyse. Våre anbefalinger om forskning på forhold som gjelder langsiktig avkastning, og på tiltak for å behandle relevante spørsmål vedrørende politikk og reguleringer, vil styrke tilnærmingen ytterligere.

Strategirådet mener disse anbefalingene vil oppfylle tre mål: For det første vil de sette fondet i stand til fortsatt å være i front når det gjelder ansvarlig investeringspraksis for store, svært diversifiserte, langsiktige globale investorer. For det andre bør disse anbefalingene styrke fondets legitimitet i den

norske befolkningen og blant interessenter som er kritiske for hva fondet oppnår. Endelig vil disse anbefalingene gi rettleiding til fondets eier og forvaltere slik at de kan praktisere ansvarlige investeringer som øker fondets verdi.

Elroy Dimson , Idar Kreutzer, Rob Lake, Hege Sjo, Laura Starks
Oslo,
November 2013

10. Referanser

Kilder til uttalelser om ansvarlig investering er merket med en stjerne

- * ABP, 2013, Stichting Pensioenfonds ABP, www.abp.nl/en/about-abp/investments.
- * ACSI/FSC, 2013, Australian Council of Superannuation Investors/Financial Services Council, *ESG Reporting Guide for Australian Companies*, www.acsi.org.au/images/stories/ACSIDocuments/esg_reporting_guide.pdf.
- Admati, A. og P. Pfleiderer. 2009, The "Wall Street Walk" and Shareholder Activism: Exit as a Form of Voice. *Review of Financial Studies* 22, 2445–2485.
- Admati, A., P. Pfleiderer, og J. Zechner, 1994, Large Shareholder Activism, Risk-Sharing, and Financial Market Equilibrium, *Journal of Political Economy* 102, 1097–1130.
- Aggarwal, R., I. Erel, M. Ferreira, P. Matos, 2011, Does Governance Travel around the World? Evidence from Institutional Investors, *Journal of Financial Economics* 100, 154–181.
- APG, 2012, *Responsible Investment Report*, www.apgverslagverantwoordbeleggen.nl/beleggingscategorien?lang=en.
- * AP1, 2012, *Ownership Report*, www.ap1.se/en/About-AP1/; www.ap1.se/en/Corporate-governance.
- * ATP, 2013, *Responsibility Reports*, www.atp.dk/X5/wps/wcm/connect/ATP/atp.com/about/omatp/investments/responsibility.
- Baron, D., 2008, Managerial contracting and corporate social responsibility, *Journal of Public Economics* 92, 268–288.
- Bebchuk, L., A. Cohen, og A. Ferrell. 2009, What Matters in Corporate Governance? *Review of Financial Studies*, 22, 783–827.
- Becht, M., P. Bolton, og A. Röell, 2007, Corporate Law and Governance. In A. M. Polinsky and S. Shavell (Eds.), *Handbook of Law and Economics*. 829–943.
- Becht, M., J.R. Franks, C. Mayer, C., og S. Rossi, 2008, Returns to Shareholder Activism: Evidence from a Clinical Study of the Hermes U.K. Focus Fund. *The Review of Financial Studies* 22, 3092–3129.
- Benabou, R., og J. Tirole, 2010, Individual and Corporate Social Responsibility, *Economica* 77, 1–19.
- Besley, T. og M. Ghatak, 2007, Retailing Public Goods: the Economics of Corporate Social Responsibility. *Journal of Public Economics*, 91, 1645–1663.
- Bielak, D., S. Bonini, og J. Oppenheim, 2007, CEOs on Strategies and Social Issues, *McKinsey Quarterly*, October.
- * BTPS (British Telecom Pension Scheme) 2013, *Sustainable Investment*, www.btpensions.net/156/264/sustainable-investment.
- * CalPERS, 2009, *California Public Employees' Retirement System Statement of Investment Policy Regarding Divestment*, www.calpers.ca.gov/eip-docs/investments/policies/invo-risk-mang/divestment.pdf.
- CalPERS, 2013, *CalPERS Sustainable Investment Research Initiative – Review of Evidence: Database of Academic Studies*, www.calpers-governance.org/docs-sof/investments/siri-database-of-academic-studies.pdf.
- CalPERS, 2013, *CalPERS Investment Beliefs* www.calpers.ca.gov/eip-docs/about/press/news/invest-corp/board-offsite.pdf.
- Carleton, W., J. Nelson, og M. Weisbach, 1998, The Influence of Institutions on Corporate Governance through Private Negotiations: Evidence from TIAA-CREF, *Journal of Finance*, 1135–1014.
- Canadian Coalition for Good Governance 2010, *Governance Monitoring, Voting and Shareholder Engagement*, www.ccg.ca/index.cfm?pagepath=Policies/Governance_Monitoring,_Voting_and_Shareholder_Engagement&id=29176.
- CBD, 2013, *Convention on Biological Diversity*, www.cbd.int.
- CDP, 2013, *Carbon Disclosure Project* www.cdproject.net.
- CDP Water, 2013, *CDP Water Program*, www.cdproject.net/en-US/Programmes/Pages/cdp-water-disclosure.aspx.
- Chambers, D., E. Dimson, A. Ilmanen, 2012, The Norway Model, *The Journal of Portfolio Management* 38, 67–81.
- Core, J., W. Guay, og T. Rusticus, 2006. Does Weak Governance Cause Weak Stock Returns? An Examination of Firm Operating Performance and Investors' Expectations. *Journal of Finance* 61, 655–687.
- Council on Ethics, 2013, www.regjeringen.no/en/sub/Styrer-rad-utvalg/ethics_council.html?id=434879.
- * CPPIB, 2013, *Canada Pension Plan Investment Board: Responsible Investing*, www.cppib.com/en/how-we-invest/responsible-invest-approach.html.
- CPPIB, 2013, *Recognizing Environmental, Social and Governance Factors in Investing for Long-Term Value*, <http://viewer.zmags.com/publication/6b20f1a9#/6b20f1a9/1>.
- CPPIB/McKinsey, 2013, *Global Survey Signals Short-Term Pressures on Business Leaders are Mounting*, www.cppib.com/content/dam/cppib/common/PDF/CPPIB_McK_Focusing_Capital_on_the_Long_Term_release_ren.pdf.
- CRISA, Code for Responsible Investing in South Africa, www.iodsa.co.za/?page=crisa.
- Del Guercio, D. og H. Tran, 2012, Institutional Investor Activism, in Baker, H. K. and J. Nofsinger eds. *Socially Responsible Finance and Investing*. John Wiley & Sons Inc.

- Dimson, E., O. Karakas og X. Li, 2013, Active Ownership, Unpublished working paper, Cambridge Judge Business School, www.ssrn.com/id=2154724.
- Eccles, R., G. Serafeim, og M. Krzus, 2011, Market Interest in Nonfinancial Information *Journal of Applied Corporate Finance* 23, 113–127. .
- Eumedion, 2013, *Stichting Eumedion*, www.eumedion.nl/en.
- * FRC, 2012, *UK Stewardship Code*, www.frc.org.uk/getattachment/e2db042e-120b-4e4e-bdc7-d540923533a6/UK-Stewardship-Code-September-2012.aspx.
- GAO, 2010, United States Government Accountability Office: Testimony Before the Subcommittee on International Monetary Policy and Trade on Sudan Divestment, www.gao.gov/new.items/d11245t.pdf.
- Gillan, S. og L. Starks, 2007, The Evolution of Shareholder Activism in the United States, *Journal of Applied Corporate Finance* 19, 55–73.
- GISR, 2013, Global Initiative for Sustainability Ratings, <http://ratesustainability.org>.
- Global Investor Coalition, 2011, *Global Investor Statement on Climate Change*, <http://globalinvestorcoalition.org/wp-content/uploads/2012/11/2011-Investor-Global-Statement-FINAL-NOT-EMBARGOED.pdf>.
- Gompers, P..A., Ishii, J.L., og Metrick, A., 2003, Corporate Governance and Equity Prices, *Quarterly Journal of Economics* 118, 107–155.
- GRI, Global Reporting Initiative, www.globalreporting.org/Pages/default.aspx.
- Grossman, B. og W. F. Sharpe, 1986, Financial Implications of South African Divestment, *Financial Analysts Journal* July-August, 15-29.
- Hermes, The Hermes Responsible Ownership Principles, www.hermes.co.uk/Portals/8/The_Hermes_Ownership_Principles_UK.pdf.
- Hirschman, A., 1971, *Exit, Voice and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations, and States*, Harvard University Press, Cambridge, MA.
- Hong, H. og M. Kacperczyk, 2009, The Price of Sin: The Effects of Social Norms on Markets, *Journal of Financial Economics* 93, 15-36.
- Humphrey, J. og D. Tan, 2013, Does It Really Hurt to be Responsible? *Journal of Business Ethics* 1–12.
- ICGN, 2013, International Corporate Governance Network, <https://www.icgn.org>.
- IIRC, 2013, *International Integrated Reporting Council; Integrated Reporting – Concept Capital*, www.theiirc.org/2013/05/13/integrated-reporting-concept-capital.
- International Energy Agency, 2012, *World Energy Outlook 2012*, www.iea.org/publications/freepublications/publication/English.pdf.
- * Kay, J, 2012, The Kay Review of UK Equity Markets and Long-Term Decision Making Review, www.ecgi.org/conferences/eu_actionplan2013/documents/kay_review_final_report.pdf.
- KKR, 2011, *Kohlberg Kravis Roberts & Co: Creating Sustainable Value*, www.kkr.com/_files/pdf/KKR_ESG-Report_2011-lowres.pdf.
- KLP, 2013, *Kommunal Landspensjonskasse*, www.klp.no.
- Koedijk, K. og A. Slager, 2011, *Investment Beliefs – A Positive Approach to Institutional Investing*.
- Lannoo, K., og D. Valiante, 2011, An Investigation into Stewardship: Engagement between investors and public companies, www.ceps.eu/book/investigation-stewardship-engagement-between-investors-and-public-companies.
- McCahery, J., Z. Sautner, og L. Starks, 2010, Behind the Scenes: The Corporate Governance Preferences of Institutional Investors, Unpublished working paper, University of Texas.
- McKinsey and Company, 2009, *Charting our Water Future*, 2030 Water Resources Group, Munich, www.mckinsey.com/App_Media/Reports/Water/Charting_Our_Water_Future_Exec%20Summary_001.pdf.
- McKinsey and Company, 2011, *Resource Revolution: Meeting the world's energy, materials, food and water needs*, www.mckinsey.com/features/~/media/mckinsey/dotcom/homepage/2011%20nov%20resource%20revolution/resource_revolution_full_report_v2.ashx.
- Mercer, 2010, *Climate Change – Implications for Strategic Asset Allocation*, www.regjeringen.no/Upload/FIN/Statens%20pensjonsfond/2011/ClimateChangeAssetAllocationStudy_Report_FNL_lowres.pdf.
- Ministry of Finance, 2010, *GPFG Responsible Investment*, www.regjeringen.no/upload/FIN/brosjyre/2010/spu/english_2010/index.htm.
- Ministry of Finance, 2010a, *Investment Mandate for the Government Pension Fund Global*, www.regjeringen.no/pages/1719656/gpfg_madate_042013.pdf.
- Ministry of Finance, 2010a, *Guidelines for Observation and Exclusion from the Government Pension Fund Global's Investment Universe*, www.regjeringen.no/en/dep/fin/Selected-topics/the-government-pension-fund/responsible-investments/guidelines-for-observation-and-exclusion.html?id=594254.

- Ministry of Finance, 2012, *The Management of the Government Pension Fund in 2011*, www.regjeringen.no/pages/37868600/PDFS/STM201120120017000EN_PDFS.pdf.
- Ministry of Finance, 2013a, *The Management of the Government Pension Fund in 2012*, www.regjeringen.no/pages/38359835/PDFS/STM201220130027000EN_PDFS.pdf.
- Ministry of Finance, 2013b, *Companies Excluded from the Investment Universe*, www.regjeringen.no/en/dep/fin/Selected-topics/the-government-pension-fund/responsible-investments/companies-excluded-from-the-investment-u.html?id=447122.
- Ministry of Finance, 2013c, *The Management of the Government Pension Fund in 2012*, www.regjeringen.no/en/dep/fin/Documents-and-publications/propositions-and-reports/Reports-to-the-Storting/2012-2013/meld-st-27-20122013-2.html?id=729827.
- Moffat, A. og A. Newton, 2010, *The 21st Century Corporation: The Ceres Roadmap for Sustainability*, www.ceres.org/company-network/ceres-roadmap.
- * NAPF, 2009, *The National Association of Pension Funds Responsible Investment Guide*, www.napf.co.uk/PolicyandResearch/DocumentLibrary/~media/Policy/Documents/0308_NAPF_Responsible_Investment_guide_2013_DOCUMENT.ashx.
- NBIM (Norges Bank Investment Management), 2011, *NBIM Policy Responsible Investor*, www.nbim.no/en/About-us/governance-model/nbim-policies/responsible-investor.
- NBIM (Norges Bank Investment Management), 2012, *Investment Mandate for the Government Pension Fund Global*, www.nbim.no/Global/Documents/Governance/Investment%20mandat%20-%20issued%20by%20the%20BoD.pdf.
- NBIM (Norges Bank Investment Management), 2013, *Government Pension Fund Global Annual Report 2012* www.nbim.no/Global/Reports/2012/Annual%20report/Annual%20report%202012.pdf.
- * NZSF, 2013, New Zealand Superannuation Fund, www.nzsuperfund.co.nz/index.asp?pageID=2145879228.
- OECD, 2013, *Guidelines for Multinational Enterprises*, www.oecd.org/investment/mne.
- PFZW, 2013, *Pensioenfond's Zorg en Welzijn*, www.pfzw.nl.
- PGGM, 2010, Stichting Pensioenfond's voor de Gezondheid, Geestelijke en Maatschappelijke Belangen, *Responsible Investment Policy*, www.pggm.nl/Images/10-3505%20PGGM%20Investments%20Responsible%20Investment%20Policy_tcm21-165335.pdf.
- PGGM, 2013, *Responsible Investment Annual Report 2012*, www.pggm.nl/About_PGGM/Investments/Responsible_Investment/Reports_and_documents/Publications.asp#0.
- * PRI, 2013, Principles for Responsible Investments, www.unpri.org/introducing-responsible-investment.
- Renneboog, L. J. Ter Horst, og C. Zhang, 2008, Socially Responsible Investments: Institutional Aspects, Performance and Investor Behavior, *Journal of Banking and Finance* 32, 1723–1742.
- SASB, 2013, *Sustainability Accounting Standards Board: Determining Materiality*, www.sasb.org/materiality/determining-materiality.
- SCGC, Singapore Code of Corporate Governance, www.mas.gov.sg/~media/resource/fin_development/corporate_governance/cgcrevisedcodeofcorporategovernance2may2012.ashx.
- Shleifer, A., og R. Vishny, 1986, Large Shareholders and Corporate Control, *Journal of Political Economy* 94, 461–488.
- Shleifer, A., og R. Vishny, 1997, A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance* 52, 737-783.
- Storebrand, 2013, *Guidelines for Sustainability*, www.storebrand.no/site/stb.nsf/Pages/forsideenglish.html.
- Takaki, S., 2013, Stakeholder Perspectives on Norwegian Investment Responsibility, *Journal of Investment Management*, forthcoming. Available at www.ssrn.com/id=2306362.
- Teoh, S. I. Welch, og C. Paul Wazzan. 1999, The Effect of Socially Activist Investment Policies on the Financial Markets: Evidence from the South African Boycott, *Journal of Business* 72 (1), 35–89.
- TIAA-CREF Policy Statement on Corporate Governance, 6th Edition www.tiaa-cref.org/public/pdf/pubs/pdf/governance_policy.pdf.
- Towner, M., 2013, Norway's Summit on Responsible Investing, *Journal of Investment Management*, forthcoming. Available at www.ssrn.com/id=2288926.
- UNGC, 2013, *United Nations Global Compact*, www.unglobalcompact.org.
- Volans Ventures, 2013, *Breakthrough Business Leaders, Market Revolutions*, www.volans.com/project/breakthrough-capitalism.
- Wagner, W., A. Emkin, og R. L. Dixon, 1984, South African Divestment: The Investment Issues, *Financial Analysts Journal* 40(6): 14–22.