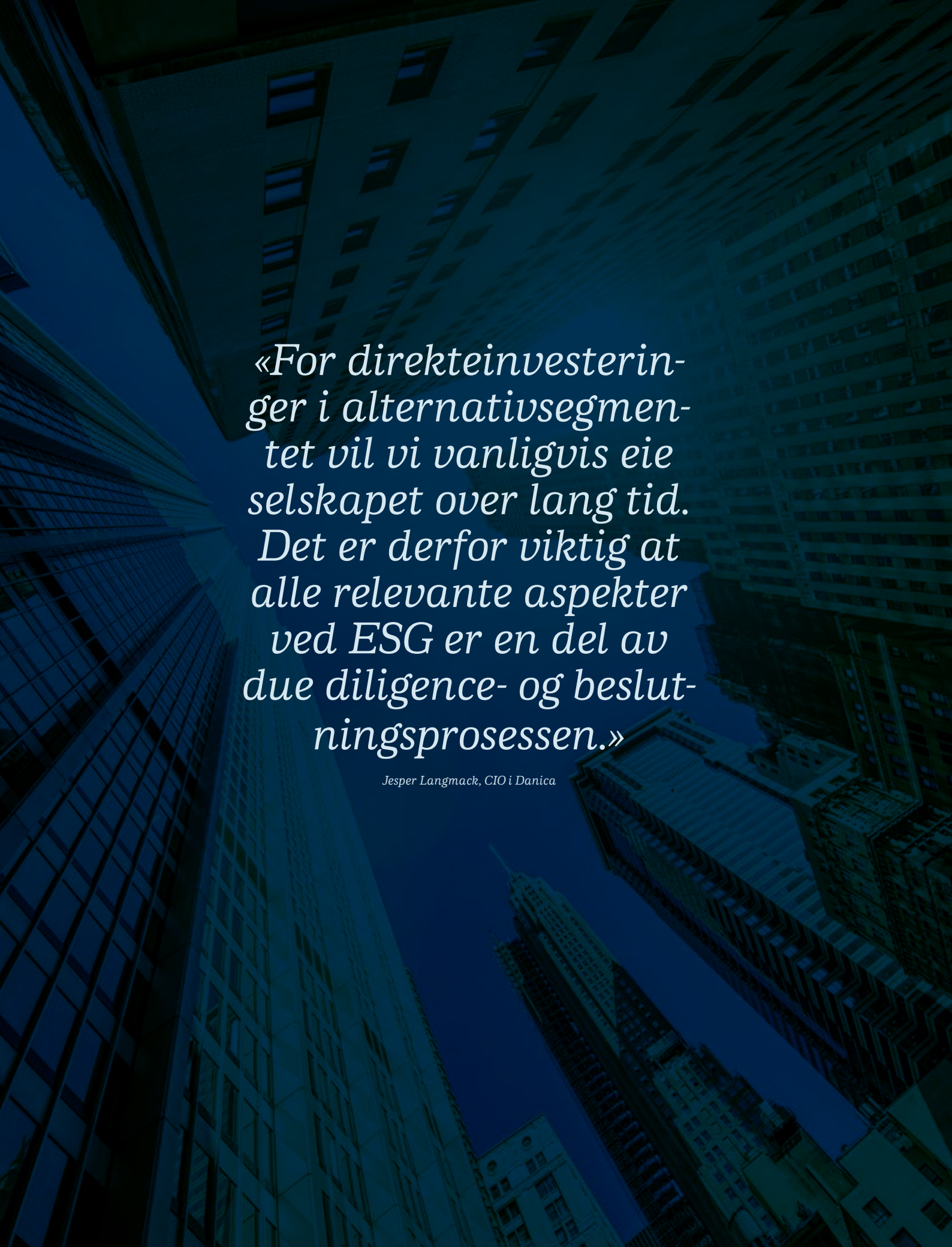


*Our  
Sustainable  
Investment  
Journey 2019*





*«For direkteinvesteringer i alternativsegmentet vil vi vanligvis eie selskapet over lang tid. Det er derfor viktig at alle relevante aspekter ved ESG er en del av due diligence- og beslutningsprosessen.»*

*Jesper Langmack, CIO i Danica*

# Innhold

2019



Veien mot bærekraftige investeringer .....	4
Integrering av ESG i investeringene våre .....	6
Bygge grunnlaget .....	7
Sunn fornuft i investeringer .....	8
Vesentlige aspekter i ESG-integrering .....	10
Jakten på bærekraftig vekst .....	12
Vi engasjerer oss for å påvirke .....	14
Engasjement i 2018 .....	15
Stemmegivning i 2018 .....	17
Utøve innflytelse og utgjøre en forskjell .....	18
Langt fra ferdig med ESG .....	20
Screening som verktøy .....	21
Svensk nybegynner .....	22
Ledelse i hjertet av investeringsprosessen .....	24
Framtidsutsikter .....	25



## Veien mot bærekraftige investeringer

Det finnes ingen tvil. Når kundene overlater sparepenger og aktiva til oss, er fokuset vårt å levere konkurransedyktig risikojustert avkastning på lang sikt. Bærekraftige investeringer er en hjørnestein i denne forpliktelsen til å skape verdi for kundene. Det er en maraton og ikke en sprint, og derfor må vi integrere ESG (miljø, sosialt ansvar og eierstyring) i kjernen av virksomheten vår.

I 2018 utviklet vi nye retningslinjer for bærekraftige investeringer, og disse implementeres nå i alle investeringsprosesser og aktivaklasser. Målet er ambisiøst, siden vi ønsker å bli ledende på å tenke ESG.

En av seniorporteføljeforvalterne våre sa: «For å bli ledende på ESG-området må vi tenke nedenfra og opp, ikke ovenfra og ned.» Det stemmer hundre prosent. Vi lanserte begrepet «ESG Inside» for å markere at ESG-aspektene er sentrale i investeringsorganisasjonen vår og i investeringsprosessene våre. Det er hverken et sidespor, en screening eller et PR-fremstøt. Vi mener at det å inkludere ESG i investeringsprosessene alltid handler om investering. ESG må betraktes som faktorer sammen med de økonomiske faktorene. Investeringssteamene våre må derfor behandle dem helhetlig og håndtere dem ut fra et risiko/avkastning-perspektiv for å kunne ta mer velinformerte investeringsbeslutninger.

«ESG Inside» er et oppriktig forsøk på å oppnå bærekraftige investeringer gjennom å utøve innflytelse. Med de nye retningslinjene ønsker vi å ta mer ansvar – ikke mindre. Vi ønsker å være proaktive – ikke reaktive. Vi ønsker å analysere, få fakta på bordet og forstå og håndtere risiko – ikke stikke hodet i sanden når vi støter på dilemmaer og kompliserte saker. Vi ønsker å påvirke gjennom dialog med selskapene for å bidra til endringer – til forbedringer. Det er i rollen som investor vi kan få reell innflytelse.

Når vi skal analysere enkeltaspekter i en bottom-up-tilnærming, involverer det investeringssteamene i Danmark,

Finland, Norge og Sverige. Det er oppmuntrende å se at teamene føler en forpliktelse og oppriktig ønsker å definere hva ESG-integrering egentlig betyr for deres respektive strategier, prosesser og aktivaklasser. Vi har satt oss et ambisiøst mål om at 100 % av porteføljeforvalterne innen utgangen av 2020 skal kunne fortelle hvordan de har integrert ESG. I dag oppgir 87 % at ESG er en integrert del av investeringsprosessen deres. Imidlertid er det bare 5 % som mener at de har en tilnærming som er solid og systematisk. Derfor krever ikke veien mot ESG bare hardt arbeid, kursing, grundige dypdykk i utviklingen av en ESG-dataplattform, et rammeverk for vesentlige aspekter, robuste analyser, aktivt eierskap, intern rapportering og samarbeid. Den krever også at vi deler historiene våre med hverandre og at vi er åpne rundt erfaringene våre og hindrene vi støter på underveis. Sustainable Investment-teamet bidrar

over hele Norden med å hjelpe investeringsteamene og kundeorganisasjonen. Vi forteller i denne rapporten om veien mot bærekraftige investeringer om fremgangen så langt og kaster lys over hvordan ulike perspektiver skaper merverdi for kundene våre.

Siden vi har ulike perspektiver vil vi heller ikke bare ha én, men en rekke forskjellige historier å fortelle om ESG-integrering. I denne første rapporten deler vi noen av disse historiene, som gjenspeiler bredden i investeringsteamene våre med hensyn til filosofi, aktivaklasser og geografisk fokus. De reflekterer porteføljeforvalternes og

investeringssteamenes reise og besvarer dette enkle spørsmålet: Hva betyr ESG-integrering for deg?

Vi inviterer deg til å bli med oss på reisen og komme med tilbakemeldinger.

**Ulrika Hasselgren,**  
Global Head of Sustainability & Impact Investment i  
Danske Bank Wealth Management

*«ESG Inside» er et oppriktig forsøk på å oppnå bærekraftige investeringer gjennom å utøve innflytelse.*

*«Vi er fast bestemt på å gjøre bærekraftige investeringer; dette er en integrert del av kundeservicen vår.*

*Veien mot å få inn ESG i investeringsprosessene våre vil hjelpe oss med å foreta mer velinformerte investeringsbeslutninger og gi kundene våre løsninger som tar sikte på å levere konkurransedyktig avkastning på lang sikt.»*

*Jacob Aarup-Andersen  
Head of Wealth Management og medlem  
av hovedstyret i Danske Bank*





## Integrering av ESG i investeringene våre

Integrering av ESG i investeringsprosessen er en del av forpliktelsen vår overfor kunder og interessenter for å oppnå den høyeste og mest stabile avkastningen. Det er av avgjørende betydning å identifisere alle faktorer som gjelder miljø, sosialt ansvar og ledelse som kan utgjøre en risiko eller en mulighet – og som dermed vil påvirke avkastningen – og bruke dem som grunnlag for investeringsanalyser, verdipapirvalg, porteføljesammensetning og beslutningsprosesser.

Det finnes ikke noe fasitsvar på hvordan man driver ESG-integrering. Siden hver strategi og aktivklasse har sine egne unike egenskaper, må ESG-integrering tilpasses sin strategi og aktivklasse.

Hvert investeringsteam er ansvarlig for å integrere ESG ut fra et faktorperspektiv, slik det er relevant for deres investeringsprosess og aktivklasse. Som støtte har de tilgang til en mengde ESG-data, et instrumentpanel med vesentlige ESG-aspekter og interne fageksperter og støtteteam. Investeringsteamene er de som tar kjøps- og salgsbeslutninger. De er tett innpå investeringene og sitter på den beste kunnskapen. Derfor er investeringsteamene meget sentrale for å oppnå endring. Gjennom en slik tilnærming til ESG-integrering der porteføljeforvalterne har stort ansvar, kan vi håndtere porteføljerisiko bedre, skape verdi for selskapene, bidra til positive resultater og møte kundenes krav.

ESG-integreringstilnærmingen vår er tredelt:

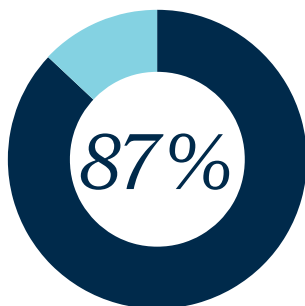
**1. ESG-data fra flere kilder; 2. Analyser av vesentlige aspekter; og 3. Systematisering av prosessene.** Denne bottom-up-tilnærmingen, der man ser på enkeltfaktorer først, er basert på et solid grunnlag av data, verktøy og ressurser. Investeringsteamene får dermed hjelp til å integrere ESG på en effektiv måte i henhold til deres strategi og aktivklasse.

**1.** Investeringsteamene vurderer finansiell informasjon og ESG-informasjon fra flere datakilder. Investeringsteamene har tilgang til alle ESG-data og -analyser som kreves.

**2.** Investeringsteamene analyserer relevant informasjon om økonomi og ESG for å identifisere sentrale faktorer på disse områdene som påvirker et selskap, en sektor og/eller et land. ESG-data, -analyser og -poengsummer behandles ut fra en forståelse av underliggende metodikk, omfang og bruksområde. Sentrale økonomiske faktorer og ESG-faktorer som systematisk identifiseres og vurderes av investeringsteamene vil påvirke beslutningene om å kjøpe eller selge og/eller vektingen.

**3.** En systematisk ESG-integreringsprosess karakteriseres av en kvantitativ og/eller kvalitativ tilnærming. Dette betyr ikke at hvert eneste ESG-aspekt for samtlige selskaper/utstedere må vurderes og poengsettes, men at porteføljeforvalterne fatter investeringsbeslutninger som tar hensyn til alle viktige faktorer, inkludert ESG-faktorene.

# Bygge fundamentet



av portefølje-  
forvalterne  
integrerer ESG

Karakteristikk av ESG-integreringstilnærmingen

ESG-integreringstilnærmingens styrke	5	0 %	1 %	0 %	0 %	5 %
	4	2 %	2 %	7 %	3 %	17 %
	3	5 %	13 %	5 %	6 %	7 %
	2	6 %	5 %	1 %	0 %	1 %
	1	3 %	0 %	0 %	0 %	0 %
			Til en viss grad	Ligger i bakhodet	Kvalitativ	Kvantitativ
Type ESG-integreringstilnærming						

Vi har satt oss et ambisiøst mål om at 100 % av porteføljeforvalterne skal kunne fortelle hvordan de har integrert ESG innen utgangen av 2020. En undersøkelse som ble gjennomført høsten 2018 konkluderte med at 87 % av porteføljeforvalterne integrerer ESG i investeringsprosessen, noe som indikerer at ESG-integrering er en del av hverdagen i investeringsorganisasjonen vår.

Imidlertid er det bare 5 % som mener at de har en tilnærming som er svært solid og systematisk. For å sikre at alle forvalterne kan fortelle sin ESG-historie må vi fortsatt jobbe med å bygge opp en støtteinfrastruktur. Undersøkelsen konkluderte med at det fortsatt er arbeid igjen å gjøre for å styrke ESG-dataplattformen, yte bedre støtte i hverdagen rundt ESG-aspekter og tilby kurs og opplæring, samt å gjøre intern og ekstern kompetanse lettere tilgjengelig.

Vi har utvidet antallet ESG-dataleverandører fra to til sju. Vi har et agnostisk utgangspunkt og fokuserer på å finne datakilder som utfyller hverandre, slik at vi bedre kan forstå hva som er sentralt og kan utføre helhetlige analyser. Vi bygger opp en dataplattform med ESG-informasjon av høy kvalitet, slik at investeringsteamene får bedre mulighet til å fatte velinformerte investeringsbeslutninger. Til syvende og

sist fatter porteføljeforvalterne investeringsbeslutningene sine ut fra hva som er sentralt i hvert enkelt tilfelle.

For bedre å kunne identifisere sentrale ESG-faktorer utvikler vi et instrumentpanel med vesentlige ESG-aspekter - mDASH - som tar sikte på å dekode ESG-informasjon basert på innflytelsesnivå og relevans for selskaper innenfor en spesifikk sektor. mDASH er et av flere verktøy som brukes av investeringsteamene våre når de integrerer ESG i sine respektive investerings- og beslutningsprosesser.

Hjemmemarkedet vårt er Norden. ESG-informasjon og -analyser er ikke tilgjengelig for alle markeder, og derfor har vi også utviklet et proprietært analysesystem der det mangler dekning. For eksempel har vi nå en egen ESG-analysedekning for mer enn 70 svenske selskaper, inkludert småbedrifter, for å støtte de svenske aksje- og obligasjonsteamene.

Vi har utarbeidet et omfattende kurs- og informasjonsprogram for investeringsorganisasjonen - som også omfatter felles strategimøter - med sikte på å skape en forståelse av hvilke ESG-data som skaper investeringsverdi, vise de ulike metodene for ESG-analyse og gi en mer grundig innføring i spesifikke emner og temaer.

Vi har opprettet et ESG Integration Council med investeringsstrategiledere for å bidra til at ESG-integrering ligger i kjernen av investeringsprosessene våre. Siden «ESG Inside» handler om å fatte mer velinformerte

investeringsbeslutninger ved å håndtere risiko, problemer og dilemmaer og å påvirke selskapene gjennom aktiv dialog for å bidra til positive utfall, må beslutningene forankres i og støttes av investeringsorganisasjonen

# Sunn fornuft i investeringer

Ivan Larsen, Ansvarlig aksjeforvalter for europeiske små og mellomstore selskaper i Danmark



## Sunn fornuft i investeringer

I løpet av de siste par årene har jeg ofte fått spørsmålet: «Hvordan sørger dere for at investeringene er bærekraftige?» Dette viktige spørsmålet bekrefter den generelle trenden med økende fokus på bærekraft, og som small cap-forvalter setter jeg stor pris på å få dette spørsmålet, for det gir meg muligheten til å forklare det jeg kaller «sunn fornuft i investeringer».

## Underanalysert univers

Etter å ha investert i europeisk small cap i nesten to tiår, har jeg opplevd med egne øyne hvor viktig det er å forstå de selskapene vi investerer i. Fra tid til annen får small cap-selskapene juling, og jeg vet at dette er en del av gamet.

Markedsvolatiliteten er rett og slett høyere, noe du både må godta og utnytte. Akademikere har analysert dette fenomenet i årevis, og jeg er overbevist om at en av årsakene til den store volatiliteten er den strukturelt sett lavere analysedekningen av small cap sammenlignet med large cap. Når forholdene ellers er de samme, reflekterer kursen på et small cap-selskap mindre informasjon enn et større selskap. Det betyr en større mulighet for alle som tar seg bryet med å grave frem denne

informasjonen. Det er det vi gjør – og vi prøver alltid å gjøre dette ved hjelp av sunn fornuft.

Når det gjelder bærekraftige investeringer, forteller sunn fornuft oss at vi skal holde oss borte fra alt vi som forvalter ikke vil være bekjent av eller assosieres med. Når jeg står overfor et potensielt problem med et selskap, spør jeg meg selv: Er aktivitetene til dette selskapet noe jeg ville at Danske Bank skulle gjort eller blitt kjent for? Hvis jeg ikke kan svare «ja» på dette spørsmålet, ville jeg simpelthen ikke investert.

## Problemer med ESG-poeng

Dette er på en måte det enkle. Det er mer komplisert å oppdage disse problemene i utgangspunktet. Når jeg ser på ESG-dekningen i investeringsuniverset mitt, mangler mange selskaper ESG-rangering, og hvis de har en, er den ofte basert på en overfladisk forståelse – for å si det mildt. Så jeg må utføre analysen selv og forstå alle de vesentlige aspektene ved selskapet – ingen andre gjør den jobben for meg.

## Kork som investeringsmulighet

Når man baserer investeringer på sunn fornuft, er det ikke begrenset til å kunne forstå hvilke selskaper man bør holde seg unna. Det handler også om å forstå hvilke selskaper som vokser som investeringsmulighet når

«ESG-integreringen kommer som en naturlig del når man fullt ut skal prøve å forstå bedriften og forretningspotensialet.»





man bruker ESG-faktorer i analysen. Jeg har flere eksempler på små selskaper som har klart å posisjonere seg for å dra nytte av ulike miljøtrender. Saken er at i nesten hvilken som helst bedriftsanalyse kommer ESG-integreringen som en naturlig del når man fullt ut skal prøve å forstå bedriften og forretningspotensialet.

Ta f.eks. det portugisiske selskapet Corticeira Amorim, verdens største produsent av korkprodukter av 100 % naturlig råmateriale. Vi har lenge investert i dette selskapet, ettersom vi liker ledelsen, kapitalstrukturen og prissettingen deres. På et svært tidlig tidspunkt, da vi undersøkte selskapet, innså vi også hvor godt posisjonert de var fra et miljøperspektiv.

Kork høstes hvert niende år, uten at noe tre felles i prosessen, og kan brukes i uendelig mange produkter - fra det tradisjonelle til det mest innovative og uventede, der hovedproduktet er den vanlige flaskekorken. For oss er dette en svært bærekraftig måte å bruke råmaterialer på, og siden det direkte alternativet til naturkorker er plastkorker, mener vi at selskapet er godt posisjonert til å møte de store utfordringene verden står overfor som følge av omfattende bruk av plast. Selskapets egne studier viser dessuten at naturkork har overlegent lavt energiforbruk i produksjonsprosessen, sammenlignet med både plast og aluminium. For oss handlet det om sunn fornuft å identifisere dette, siden det var

en av nøklene til å forstå selskapet.

Corticeira Amorim er også et godt eksempel på et selskap som etter vår mening er feilvurdert av ESG-analysebyråene. Selskapet var et av de første som oppnådde FSC-skogsertifisering, noe som ikke fullt ut reflekteres i ESG-poengsummene fra minst ett av de store analysebyråene, hovedsakelig på grunn av litt stivbeinte ESG-kategoriseringskriterier. Dette er noe vi bruker tid på å jobbe med i dialogen med både selskapet og analysebyrået. Som langsiktig eier av selskapet er det selvsagt veldig viktig å presentere markedet for et så riktig ESG-bilde som mulig, og vi mener at her har vi en mulighet til reell innflytelse på ESG-området.



## Vesentlige aspekter i ESG-integrering

Andreas Dankel, Sjef for kreditt, europeiske selskapsobligasjoner i Danmark

De siste årene har kundenes interesse og krav til bærekraftige investeringer økt betydelig. Det har også blitt klart for meg og teamet mitt at det avgjørende aspektet ved ESG-integrering er å identifisere det vi kaller «materieell innflytelse» eller «materielle faktorer». Når vi ser på et enkeltstående selskap, er det naturligvis mange aspekter som er både interessante og intellektuelt stimulerende med tanke på diskusjoner og analyser, men hvis dette allerede er diskutert, må vi spare ressursene våre og fokusere på det som er «mer materieelt». Til syvende og sist integrerer vi ikke bærekraft for å leve opp til «verdiene våre», men fordi vi vil skape enda større verdi gjennom god risikoustjert avkastning på lang sikt for kundene våre. Når jeg ser tilbake på min tid i bransjen, som er mer enn 20 år, innses jeg i stadig større grad at ESG-aspektene alltid har vært viktige elementer i analysene av selskapsobligasjoner – vi har bare ikke snakket om dette før, i hvert fall ikke på den måten eller med det språket vi bruker i dag.

### **Et nytt språk i dialogen med kundene ....**

Jeg er overbevist om at et viktig, og kanskje samtidig undervurdert, aspekt av utviklingen vår de siste fire-fem årene

er at vi nå har identifisert og lært et nytt språk for bærekraft. Det virker kanskje motstridende, og det høres gjerne ut som reklameprat, men dette språket har gitt oss et nytt verktøy i dialogen med individuelle selskaper når vi diskuterer spesifikke investeringsmuligheter på teamet, samt når vi snakker om selskapsobligasjoner med kundene. Når det gjelder det sistnevnte, er vi som forvaltere vant til å måtte forklare en relativt komplisert aktivaklasse på en pedagogisk måte, og i den forbindelse har flere av de nye begrepene på bærekraftområdet bidratt til å videreutvikle kundedialogen.

### **... selskaper ...**

Hvis vi ser på dialogen vi har med selskapene vi investerer i, har denne også utviklet seg i betydelig grad de siste årene. Jeg er helt overbevist om at selskapene er svært interesserte i å høre hvordan vi som kapitalforvalter tenker og resonnerer rundt bærekraft. Det har tradisjonelt sett vært en tendens til at selskapene lytter mer til aksjonærene enn obligasjonsinvestorene. Mye har skjedd i denne forbindelse, takket være

at vi nå tar opp bærekraftsaker på en systematisk og mer konsekvent måte. I dialogen rundt strategi og utvikling, der det enkelte selskap beskriver hva de ønsker når det gjelder bærekraft, og der

vi stiller spørsmål og kommer med vårt syn, oppstår det noen tanker og overveielser som jeg tror selskapet tar med seg videre som viktige innspill. Samtidig er vi fortsatt ydmyke og innses at tålmodighet er en dyd i denne sammenhengen. Med over sju milliarder euro under forvaltning i selskapsobligasjoner, mener vi imidlertid at vi har en viktig og relevant funksjon

som motpart, både i den opprinnelige utlånssituasjonen og siden i den løpende dialogen med selskapet.

### **... og internt på teamet**

Det tredje området der språket har hatt stor betydning, er internt på teamet jeg leder. Vi har strategier både for europeisk investment grade og high yield, og vi dekker mange forskjellige jurisdiksjoner og sektorer. De ulike teammedlemmene har dermed forskjellig tilnærming og fokus i de daglige porteføljeforvaltningsoppgavene sine.

*«Vi vil skape enda større verdi gjennom god risikoustjert avkastning som er bærekraftig på lang sikt.»*



*«Vi har hatt en klar ambisjon om å finne de selskapene som, fra et bærekraftperspektiv, er på vei mot en forbedring eller endring.»*

Det har blitt en naturlig del av teamdialogen å vurdere og diskutere bærekraft i strategiene våre og å gjennomføre sammenlignende analyser på tvers av sektorer.

#### **Binær påvirkning**

I de senere år har vi hatt en klar ambisjon om å finne de selskapene som, fra et bærekraftperspektiv, er på vei mot en forbedring eller endring. Ved å investere og påvirke, kan vi bidra til en positiv utvikling, og framfor alt en positiv avkastningsutvikling. Kort sagt ser vi på selskaper med en relativt lav ESG-

poengsum for å se om selskapet kan forbedre seg. Det er imidlertid tydelig at selskapene på «overvåkingslisten», som vi har valgt å kalle det, i noen

tilfeller i større grad har handlet om kontroverser som måtte håndteres på en bestemt måte enn om en dynamisk endringsagenda. Med andre ord, noen potensielle investeringsobjekter har blitt redusert til en binær diskusjon - «ja» eller «nei» - og har i mindre grad blitt en dialog om ønskede endringer og de langsiktige implikasjonene av dem.

I hovedsak er kapitalforvaltning en langsiktig forpliktelse, men i en

sammenheng der vi velger å investere i et selskap på «overvåkingslisten», finnes det noen ganger en urimelig forventning om positiv utvikling innenfor en relativt stram tidshorison. I denne forbindelse mener jeg at det er viktig at vi på investeringsteamet, som har det endelige ansvaret for å fatte investeringsbeslutningene, ikke blir for knyttet til forventningen om rask forbedring. Dette skaper et press, og man risikerer å redusere viktige saker til å bli papirendringer som ikke har noen reell innvirkning. Uansett om selskapene i porteføljene våre har høy eller lav ESG-poengsum, er nøkkelen til all forvaltning aktsomhet, tålmodighet og utholdenhet.



## Jakten på bærekraftig vekst

*Bo Bejstrup Christensen, Ansvarlig hedgefondforvalter i Danmark*

Bo Bejstrup er tilbake der han hører hjemme. Etter et kort opphold hos IFM i Luxembourg, kom han tilbake til Danske Bank Wealth Management i juni 2018 – der han begynte karrieren for 15 år siden.

«Det er nesten som et drømmescenario for meg. I mange år har jeg hatt en langsiktig ambisjon om å sette opp og være leder for et makrohedgefond. Da Danske kom og tilbød meg nettopp dette i 2018, var det umulig å si nei.»

Da Bo forlot Danske Bank i 2016, hadde han vært sjefanalytiker og leder av teamet for makro- og taktisk aktivaallokering i nesten 10 år. Han begynte hos Danske etter fullført utdanning i 2004 og har tilbrakt hele sin yrkeskarriere som analytiker av global makroøkonomi og trender. Disse analysene har blitt til konkrete beslutninger om aktivaallokering. Eller som han sier:

«Når jeg våkner om morgenen, fortsetter jeg å tenke på den globale makroøkonomien fra der jeg avsluttet kvelden i forveien.»

Bo Bejstrup etablerer nå et rammeverk for et nytt makrohedgefond sammen

med senior porteføljeforvalter Lars Tranberg, som han også jobbet sammen med i sin tidligere rolle i Danske. Ideen er enkel: å analysere den globale makrosituasjonen, overføre disse analysene til konkrete, investerbare makrofaktorer og utforme porteføljen så nøyaktig som mulig etter disse faktorene, både når det gjelder lange og korte posisjoner.

*Så hvordan ser han på ESG-integrering ut fra et hedgefondperspektiv?*

«På en måte er et hedgefond en perfekt ramme for reell integrering av ESG i porteføljen. Et hedgefond har vanligvis et bredere spekter av muligheter, blant annet shorting og investering gjennom derivater. Dette gjør det mulig med en svært nøyaktig eksponering for risikofaktoren du vil ha i porteføljen.»

*Med et gitt sett av solide og pålitelige ESG-data, kan du altså i teorien utforme en svært presis portefølje og jakte på nøye definerte ESG-mål?*

«Nettopp. Når det er sagt, ser jeg på dette som en idé som fungerer mer i teorien enn i praksis. Jeg leste nylig en

svært grundig analyse av faktorinvestering, som sammenlignet en stor mengde med data fra bakgrunnstester med reelle investeringsdata. For å gjøre en lang historie kort falt Sharpe-forholdet betraktelig når teori ble til praksis, hovedsakelig på grunn av at datautvinning og ulike typer skjevheter i investoratferden påvirket dataene. Jeg vil tro at dette er like aktuelt i ESG-konteksten, der datakvalitet og -tolkning også virker som en sentral problemstilling.

*Hvis du beveger deg over fra teorien til virkeligheten, ser du rom for ESG-integrering i din egen portefølje?*

«Hvis jeg skal være helt ærlig, er svaret nei. Det jeg gjerne kaller 'direkte' ESG-integrering er ikke noe jeg ville vurdert i porteføljen min. Jeg vil heller bruke tiden på å forstå nøyaktig hva ESB og FED gjør – og investere i samsvar med dette – enn å analysere aspektene ved miljø, sosialt ansvar og ledelse som vedtakene deres medfører per se.»

*Per se? Kan du forklare nærmere?*

«Ja, per se. Jeg må fortsatt forstå hva sentralbankene og styresmaktene tenker rundt disse tingene. Ta Kina, for eksempel. Alle vet at Kina i de siste 30-40 årene har vært det mest vellykkede eksempelet på å løfte folk ut

*«På en måte er et hedgefond en perfekt ramme for reell integrering av ESG i porteføljen.»*



*«Derfor må jeg forstå den framtidige bærekraftige vekstraten i Kina, sett fra et miljøperspektiv.»*

av fattigdom innenfor en bestemt tidsperiode. Men til hvilken pris? Vi ser nå noen av de alvorlige konsekvensene av denne transformasjonen, der luftforurensning sannsynligvis er den verste. Det er åpenbart at noen av de største kinesiske byene nå betaler en høy pris for denne suksessen.»

Bejstrup fortsetter:

«Derfor må jeg forstå den framtidige bærekraftige vekstraten i Kina, sett fra et miljøperspektiv. Eller for å si det på en annen måte: I hvilken grad anser den kinesiske regjeringen at veksten er bærekraftig ut fra dette perspektivet? For å forstå dette må man forstå bakteppet for dagens miljøsituasjon, og da må man lese analyser som ikke er

makroøkonomiske, men heller sosiopolitiske av natur.»

*Kina er altså et tydelig eksempel på at ESG er uløselig knyttet til analysene dine. Har du flere eksempler?*

«Vel, jeg anser Tyrkia som svært interessant i denne forbindelse. Her må man nok se mer på styringsaspektene ved den bærekraftige veksthistorien. Er budsjettunderskuddet til den tyrkiske regjeringen bærekraftig? Hva med den tyrkiske sentralbankens pengepolitikk og bankens uavhengighet overfor regjeringen? Og så har man underskuddet i Tyrkia. Er dette bærekraftig, og hvilke

konsekvenser har det for framtidig vekst? Dette er bare et par av de ekstremt viktige spørsmålene på dette området.»

*Hvordan går du fram for å forstå disse perspektivene?*

«Ved å lese analysene og rapportene som publiseres og å snakke med analytikerne som dekker disse markedene. Jeg føler ikke at det er noen mangel på informasjon her, for den finnes for alle som gidder å lese den. For meg er det en naturlig del av jobben, og jeg mistenker at dette vil bli realiteten for flere og flere porteføljeforvaltere og analytikere i fremtiden.»

## Vi engasjerer oss for å påvirke



Aktivt eierskap anses som en av de mest effektive mekanismene for å håndtere risiko, maksimere avkastningen og bidra til positive effekter på samfunn og miljø. Vi har en forpliktelse overfor kunder og interessenter til å oppnå den høyeste og mest stabile avkastningen.

ESG Inside handler om å fatte mer velinformerte investeringsbeslutninger, og der man håndterer risiko, problemer og dilemmaer og utøver aktivt eierskap for å påvirke porteføljeselskapene til å bidra til positive utfall.

Aktivt eierskap – gjennom direkte dialog og avstemning på generalforsamlinger – er et viktig aspekt når man skal skape langsiktig verdi for selskapene vi investerer i, og dermed for kundene våre.

Vi mener at det er mer bærekraftig å ta opp ESG-utfordringer som investor, i stedet for å avstå fra å investere når det oppstår problemer eller bekymringer og overlate problemet til noen andre. Porteføljeforvalterne våre er endringsagenter som kan påvirke hvordan selskapene håndterer ESG-risikoer og -muligheter.

Porteføljeforvalternes direkte dialog med selskapene er den mest effektive tilnærmingen, siden investeringsteamene våre er eksperter på sine respektive strategier og porteføljer. Investeringsteamene våre samhandler derfor regelmessig med selskapene rundt sentrale ESG-utfordringer for å forstå risikoer og muligheter, samt for å støtte selskapenes vekst og utvikling.

Vi utøver hovedsakelig aktivt eierskap gjennom:

**Enkeltengasjement:** Investeringsteamene samhandler regelmessig med porteføljeselskapene om sentrale ESG-saker for å oppnå resultat- og prosessforbedringer som forbedrer og beskytter investeringsverdien. Dialogen kan også fokusere på klargjøring av informasjon som selskapet har offentliggjort, på diskusjoner rundt stemmegivning eller på å innhente mer informasjon.

**Engasjement i samarbeid med andre:** Vi samarbeider med likesinnede investorer og andre relevante parter når det er hensiktsmessig for å utøve aktivt eierskap, der vi engasjerer oss gjennom felles dialog for å bidra til positive effekter. Dette kan være hensiktsmessig i tilfeller der vårt engasjement alene ikke har ført til det foretrukne resultatet.

Vi deltar også i en rekke ulike investorinitiativer som oppmuntrer til økt gjennomsiktighet og bedre bærekraftstandarder i selskaper og finansmarkeder, for eksempel Carbon Disclosure Project, Institutional Investors Group on Climate Change, Paris Pledge for Action, The Task Force on Climate-Change Financial Disclosure, The Montreal Pledge, The Task Force for Climate Related Disclosure og de FN-støttede prinsippene for ansvarlige investeringer.

**Stemmegivning:** Vi bruker retten vår til å stemme ved ordinære generalforsamlinger. Vanligvis vil vi støtte selskapets ledelse, men vi vil også bruke rettighetene våre som aksjonær til å stemme i tråd med forpliktelsen om å ta hensyn til interessene til kundene våre.

Vi stemmer ved generalforsamlinger i nordiske og europeiske selskaper når vi har en relevant størrelse på beholdningen. Vi avgir stemme ved en rekke forvaltnings- og aksjonærvedtak, selv om de fleste handler om eierstyring ut fra lokale krav, for eksempel godkjenning av styremedlemmer, rapporter, regnskap og bonusordninger, samt kapitalallokering, omorganiseringer og fusjoner.

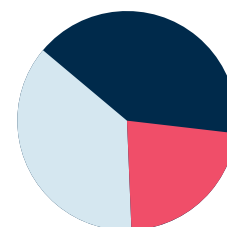
Investeringsteamene vurderer vedtakene og bruker markedsstandarder og retningslinjene våre for avstemninger for hvert punkt på agendaen. Teamene har tilgang til relevant ekspertise for å kunne forstå eierstyringskonteksten. Hvis det ikke foreligger nok informasjon om en bestemt sak, kan vi bestemme oss for å avstå fra å stemme.

# Engasjement i 2018

I 2018 hadde vi 643 samhandlinger med 422 selskaper og tok opp 59 ulike ESG-temaer

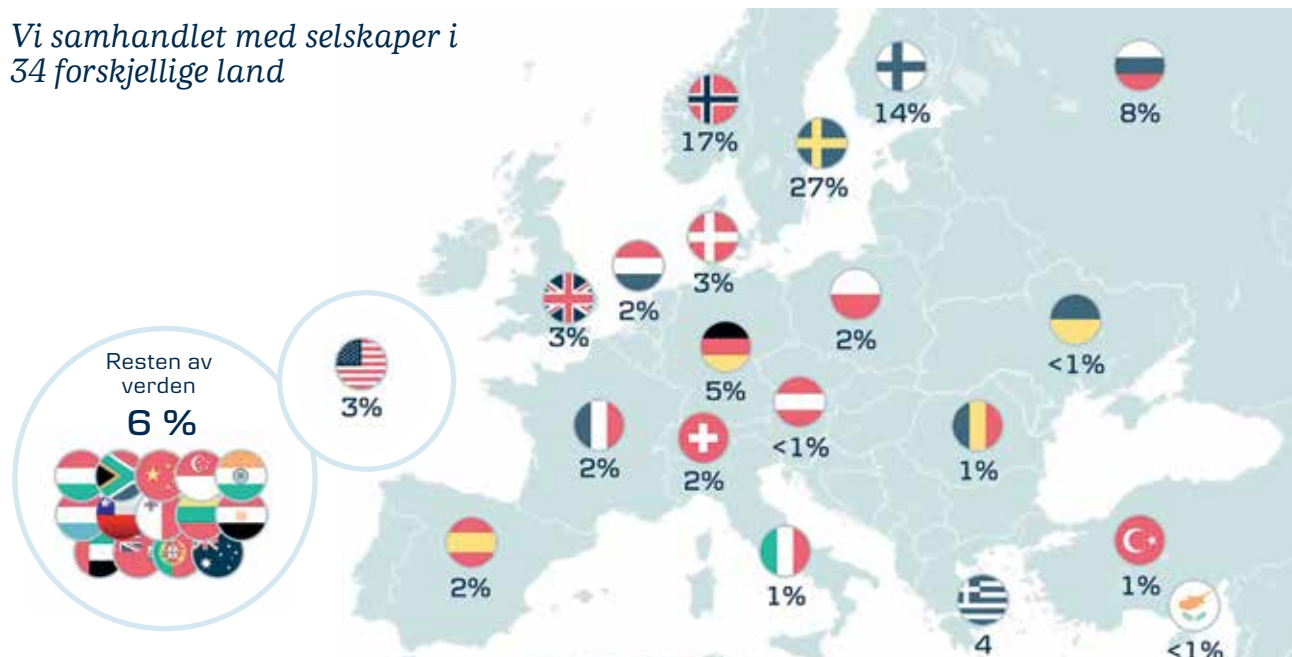


Delt i ESG-temaer



- Miljø
- Sosialt ansvar
- Eierstyring

Vi samhandlet med selskaper i 34 forskjellige land



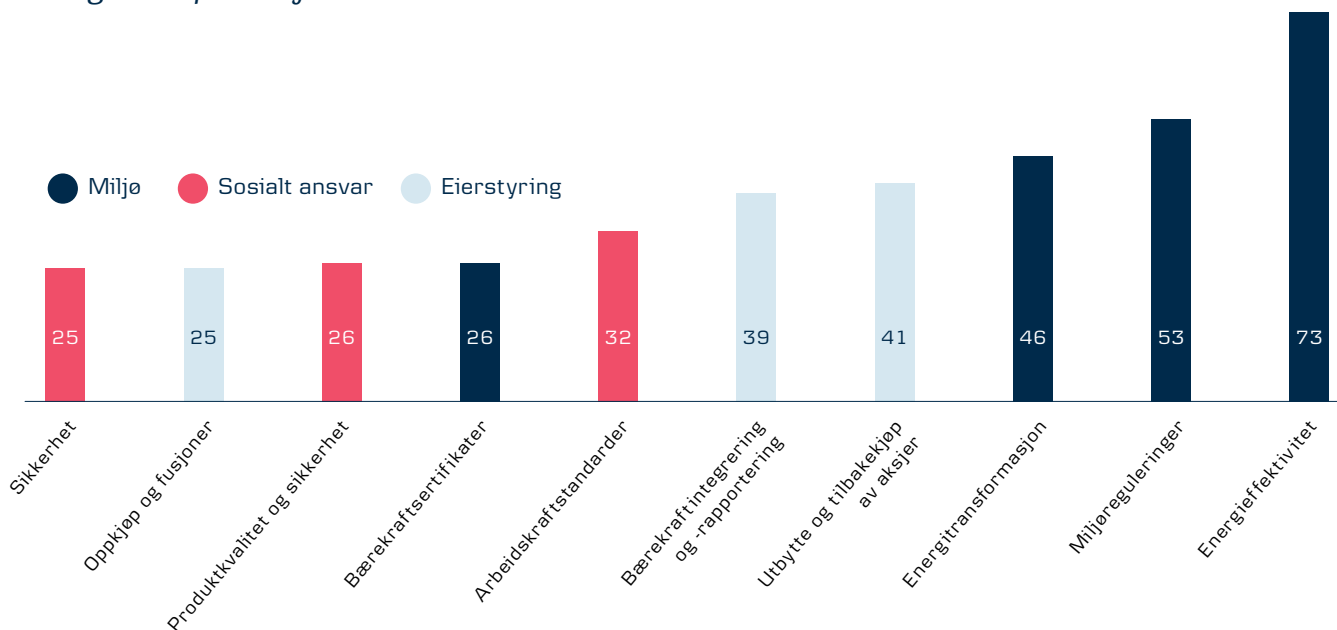
Merknad 1: Fem interaksjoner mangler landsdata.

Merknad 2: Land med ett selskapsengasjement og/eller utenfor kartet (ekskl. USA) er samlet under «Resten av verden»

# Engasjement i 2018



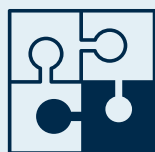
Blant de 59 ESG-temaene var energieffektivitet, miljøreguleringer og energitransformasjon de mest diskuterte.





# Stemmegivning i 2018

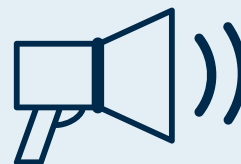
I 2018 hadde vi følgende stemmegivning



Møter  
**313**



Land  
**22**



Forslag  
**4627**

Vi stemte i overveiende grad FOR forslagene

4627 forslag

For



**96,8 %**  
(4478 forslag)

Mot/Blank



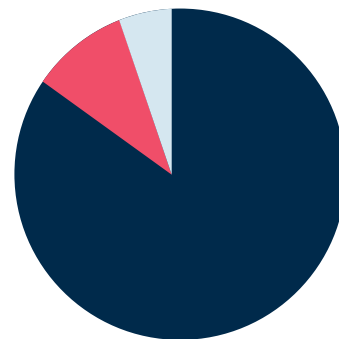
**2,6 %**  
(121 forslag)

Avsto



**0,6 %**  
(28 forslag)

Vi stemte primært på ordinære generalforsamlinger



- Årlig generalforsamling
- Ekstraordinært møte
- Årlig/ekstraordinært møte

## Utøve innflytelse og utgjøre en forskjell



Lars Erik Moen, senior porteføljeforvalter for norske aksjer i Norge

For meg er aktivt eierskap det viktigste aspektet ved bærekraftige investeringer. En formell og åpenbart sentral del av aktivitetene våre, er å stemme ved generalforsamlinger. Vi gjør dette mer eller mindre kontinuerlig, med en topp hver vår. Vanligvis får de fleste bedriftene støtte til alle sine forslag på generalforsamlingene, fordi vi allerede har utøvd vår rolle som aktiv eier før disse møtene. Det er i denne direkte dialogen med selskapene at vi kan utøve innflytelse og utgjøre en forskjell.

### Kalibrering i forkant av generalforsamlinger

I gamle dager, da det var en tendens til at selskapene hadde mindre dialog med investorene, kunne man faktisk ende opp med store uenigheter på generalforsamlingene. Nå som trenden er at selskapene lytter til og kalibrerer forslagene før en generalforsamling, vet vi hvor viktig det er å være tett på selskapene. Vi må snakke med dem og komme med synspunktene våre for å sikre at vi får så stor innflytelse som mulig.

For meg er det mindre relevant hvilket antall stemmer vi avgir på de ulike generalforsamlingene hvert år. Spørsmålet er heller hvor mange møter vi har hatt med selskapene og hva som ble resultatet av disse møtene. Jeg har hatt flere kundemøter om ESG i 2018

enn jeg har hatt totalt i løpet av de foregående 20 årene. Noe av det vi snakker med kundene våre om, er de hyppige møtene med selskaper; i gjennomsnitt har det norske forvalterteamet ett bedriftsmøte om dagen. I løpet av ti år utgjør dette 2500 møter, der vi diskuterer alt fra visjon, strategi og nøkkeltall til bærekraft.

Dette er arenaen for aktivt eierskap; det er her vi utgjør en forskjell, og det er her vi – som langsiktige investorer med inngående kunnskap om og et solid nettverk i det norske aksjemarkedet – kan få reell innflytelse.

### Drivstoffeffektive fly

For å komme med ett enkelt eksempel på en bedriftsdialog som har pågått i mange år kan jeg nevne Norwegian. Vi har investert i dette selskapet i svært lang tid og kjenner ledelsen svært godt. For en stund tilbake, som en del av analysene våre av Norwegian, viste våre egne beregninger at CO2-utslippene fra de transatlantiske flyene deres var lavere enn samtlige konkurrenters. Dette skyldes nyere og mer drivstoffeffektive fly, samt at ingen plasser reserveres til business class, noe som betyr flere

passasjerer på hvert fly. Ut fra Norwegian's perspektiv var dette først og fremst på grunn av kostnadsbesparelser, siden lavere drivstofforbruk betyr høyere marginer. I en rekke møter oppfordret jeg dem til å bruke dette som grunnlag for å formulere miljøambisjoner og presentere

disse i en publikasjon.

Noen få møter senere mottok jeg faktisk en utgave av denne publikasjonen.

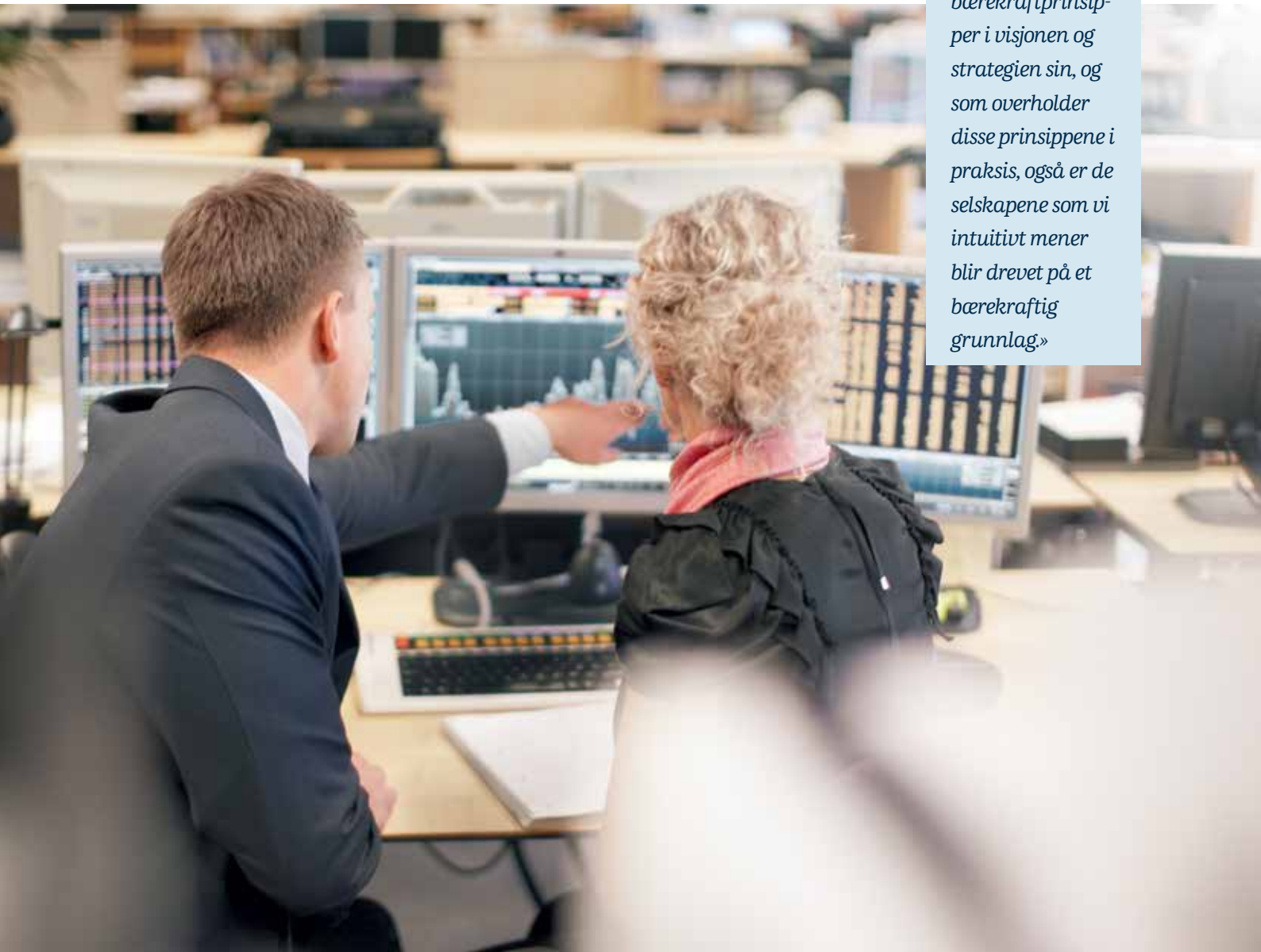
Publikasjonen som sådan er ikke det sentrale aspektet her. Hovedsaken er oppmerksomheten og fokuset som denne publikasjonen skapte – enten direkte eller indirekte. Vi ser at selskaper som har

utformet bærekraftsprinsipper i visjonen og strategien sin, og som overholder disse prinsippene i praksis, også er de selskapene som vi intuitivt mener blir drevet på et bærekraftig grunnlag.

### Vær oppmerksom på skjeletter i skapet

Også tidsperspektivet må tas med i vurderingen av selskapets bærekraftige visjoner og prinsipper. Et eksempel var et tilfelle av svært alvorlig korrupsjon, der vi ba om et møte med selskapets leder og konsernsjef. Vi fastslo kategorisk hvor

«Det er i denne direkte dialogen med selskapene at vi kan utøve innflytelse og utgjøre en forskjell.»



«Vi ser at selskaper som har utformet bærekraftprinsipper i visjonen og strategien sin, og som overholder disse prinsippene i praksis, også er de selskapene som vi intuitivt mener blir drevet på et bærekraftig grunnlag.»

uakseptabel denne saken var. Det spesielle var at jeg på tidligere møter med selskapet hadde påpekt at de hadde bransjeledende antikorrupsjonssystemer. Problemet her var at dette handlet om ting som gikk mer enn ti år tilbake i tid, før nåværende konsernsjef eller leder ble ansatt, og før de gjeldende prosedyrene ble innført. Så det viktige aspektet for oss var at vi på

dette møtet ble overbevist om at selskapet gjorde alt som var nødvendig for å rydde opp i ting, og de hadde allerede iverksatt tiltak for å forhindre at noe slikt skulle skje igjen.

#### **Egen kvalitetsvurdering**

Ganske overraskende ser vi at de kalkulerte ESG-indikatorene ofte har lite sammenheng med om bedriftene faktisk

drives bærekraftig. Derfor vet vi at en eksternt satt ESG-poengsum kan lede oss i feil retning. Som regel er det bedre å foreta en kvalitativ vurdering av selskapet. Porteføljevaltningsområdet utvikler seg, og målet vårt er at den aktive forvaltningen framover skal bli bedre enn den er per i dag. Aktivt eierskap vil utvilsomt spille en avgjørende rolle i denne utviklingen.



## Langt fra ferdig med ESG

Riitta Sinikka Louhento, senior porteføljeforvalter, finske renter i Finland

*Riitta, hvordan vurderer du bærekraftige investeringer i obligasjonsmarkedet?*

Jeg tror tendensen er at folk ikke vurderer bærekraft som viktig når de investerer i obligasjoner. Riktignok kan man ikke stemme ved generalforsamlinger, men for meg handler bærekraftige investeringer om så mye mer. Til syvende og sist investerer vi fortsatt i selskaper, og vi må derfor forstå selskapene ut fra et ESG-perspektiv også.

*Hvordan har dette endret seg de siste 10 årene?*

En åpenbar endring er de avtagende renteinntektene vi har sett siden finanskrisen. Som investor for kortsiktige verdipapirer, har jeg merket meg at dette har medført en større tilbøyelighet til å øke risikoen for å unngå svak avkastning. Med økt kredittrisiko har jeg blitt nødt til å sette meg inn i andre risikofaktorer enn bare rentekurve- og durasjonsrisiko.

*Kan du gi oss et eksempel?*

Apropos finanskrisen husker jeg da jeg deltok på et investormøte med en av de islandske bankene jeg hadde investert i den gangen. To seniorledere holdt presentasjonen og fikk noen spørsmål fra publikum. Under presentasjonen skjønnte

jeg at noe var galt – ingenting i det de sa var feil som sådan, det var mer kroppsspråket og signalene de sendte ut som overbeviste meg om å selge posisjonene mine. Selvfølgelig hadde jeg allerede visse bekymringer før presentasjonen, og dette var bare et lite, men viktig element i forståelsen av selskapet. Noen måneder senere rammet finanskrisen, og vi vet alle hva som skjedde. For meg illustrerer denne historien hvor viktig det er å møte ledelsesteamene og å ha alle sanser vidåpne for å fange opp alle aspekter ved en investering. På denne måten kunne jeg fange opp et ledelsesrelatert problem som ellers kunne ha gått ubemerket hen.

*Hvordan samhandler du vanligvis med selskapene?*

Den viktigste delen av jobben min er å følge med på eksisterende beholdninger. I tillegg er det viktig å holde styr på alle nye obligasjonsutstedelser og kommersielle programmer i markedet. Vi må forstå alle aspekter ved en ny investeringsmu-

lighet, og det er her vi vanligvis får en mulighet til å møte utstederne. Fra tid til annen deltar vi også i kvartalsmøter, og hvis det kommer fram negative nyheter, prøver vi alltid å møte selskapet for å danne oss en egen mening. Det som er bra

er at den økte etterspørrelen etter bærekraft fra kunder og samfunnet generelt har ført til at selskapene i dag har blitt mye flinkere til å kommunisere ESG-relaterte mål og handlinger.

*Hvordan utvikler arbeidet ditt som porteføljeforvalter i obligasjonsmarkedet seg når det gjelder bærekraft?*

Det korte svaret er: i stor grad! Vi har delvis drevet med dette i mange år. Verdien og betydningen av bærekraftige investerin-

ger endrer seg imidlertid raskt i disse dager, og det er en reell utfordring å forstå alle nyansene og betydningen deres. Jeg vil gjerne gjøre mye mer, for eksempel når det gjelder aktivt eierskap. Kundene våre ber oss om å gjøre det, og i en rekke tilfeller de siste årene har vi sett at dette er det rette å gjøre.

*«Som investor for kortsiktige verdipapirer, har jeg merket meg at dette har medført en større tilbøyelighet til å øke risikoen for å unngå svak avkastning.»*



## Screening som verktøy

Vi bruker screening som verktøy for å: 1) identifisere ESG-risikoer i investeringsuniverset vårt; 2) bruke kundespesifikke kriterier i mandater og produkter; og 3) anvende restriksjonene som gjelder for hele Danske Bank-konsernet på enkelte bærekraftposisjoner.

### Identifisere ESG-risikoer og muligheter

Vi bruker screening som verktøy for å identifisere en rekke forskjellige typer ESG-risikoer og -muligheter. Dette omfatter både negativ og positiv screening, slik at vi kan redusere risikoen og finne mulighetene som gjelder for konkrete selskaper, sektorer eller land.

### Bruke preferanser og verdier

Enkelte investeringsstrategier eller -fond benytter restriksjoner og fastlagte kriterier for å velge selskaper, sektorer og/eller land å investere i, der det vanligvis brukes terskler basert på inntekt, eksponering eller aktivitet.

### Innføre restriksjoner for Danske Bank-konsernet

Danske Bank-konsernet har vedtatt restriksjoner vedrørende utlån, innkjøp og investeringer i enkelte selskaper som involverer seg i tjæresand, termisk kull og kontroversielle våpen.

All screening baserer seg på etablerte kriterier og robuste prosesser for å kategorisere selskaper, sektorer eller land, slik at resultatet kan brukes i strategier, fond eller hele investeringsuniverset.

Grunnlaget for screeningtilnærmingen er et omfattende utvalg

av eksterne data- og analysetjenester, informasjon direkte fra selskapene og vår egen proprietære analysevirksomhet. Vi jobber kontinuerlig for å utvikle forståelsen av informasjonen som er tilgjengelig, og vi utfordrer også data- og tjenesteleverandørene til å forbedre metodikken og datakvaliteten sin.

## Svensk nybegynner

Stefan Rocklind, Ansvarlig porteforvaltning i Sverige



Stefan Rocklind liker å snakke. Han er vanligvis svært direkte og sier nøyaktig hva han mener og hva han tror på. Porteføljeforvalteren har mer enn 20 års erfaring med forvaltning av svenske obligasjoner, så det er sannsynligvis ikke en overdrivelse å påstå at han er en av de mest kompetente på feltet sitt. Samtidig har Stefan stor tro på ESG-integrering, selv om han sier om seg selv: «Jeg er fortsatt nybegynner.»

Det å kalle ham nybegynner, yter sannsynligvis ikke ordet rettferdighet. Stefan innrømmer at han er en forvalter som lenge har omfavnet denne filosofien og har «fått den inn med morsmelken»,

som han liker å kalle det. Når det er sagt, ble ord som «ydmykhet», «tidlig i prosessen» og «nybegynner» ytret flere ganger i løpet av samtalen. I så

henseende, hvordan ser han på Danske Banks beslutning om ikke å vedta en top-down-tilnærming for ESG for hele konsernet?

«Jeg vil si det på denne måten: Jeg støtter denne tilnærmingen og beslutningen hundre prosent. Samtidig er det et kulturelt aspekt som må tas i betraktning. Det er svært vanskelig i bransjen vår å

innrømme sine svakheter. Tross alt tilbys man en kontrakt fordi man er en av de beste i markedet. Når man så blir bedt om å bevege seg inn på et nytt

territorium, er det et naturlig ønske blant mange at noen kommer hit, viser veien og sier: «Slik skal det være!» Mange aktører i bransjen opptrer nøyaktig på denne måten: Man får retningslinjer fra øverste hold som definerer hva som skal gjøres på ESG-området. Alt man gjør er å følge disse retningslinjene og ellers fortsette med det samme som før – komfortabelt og greit.»

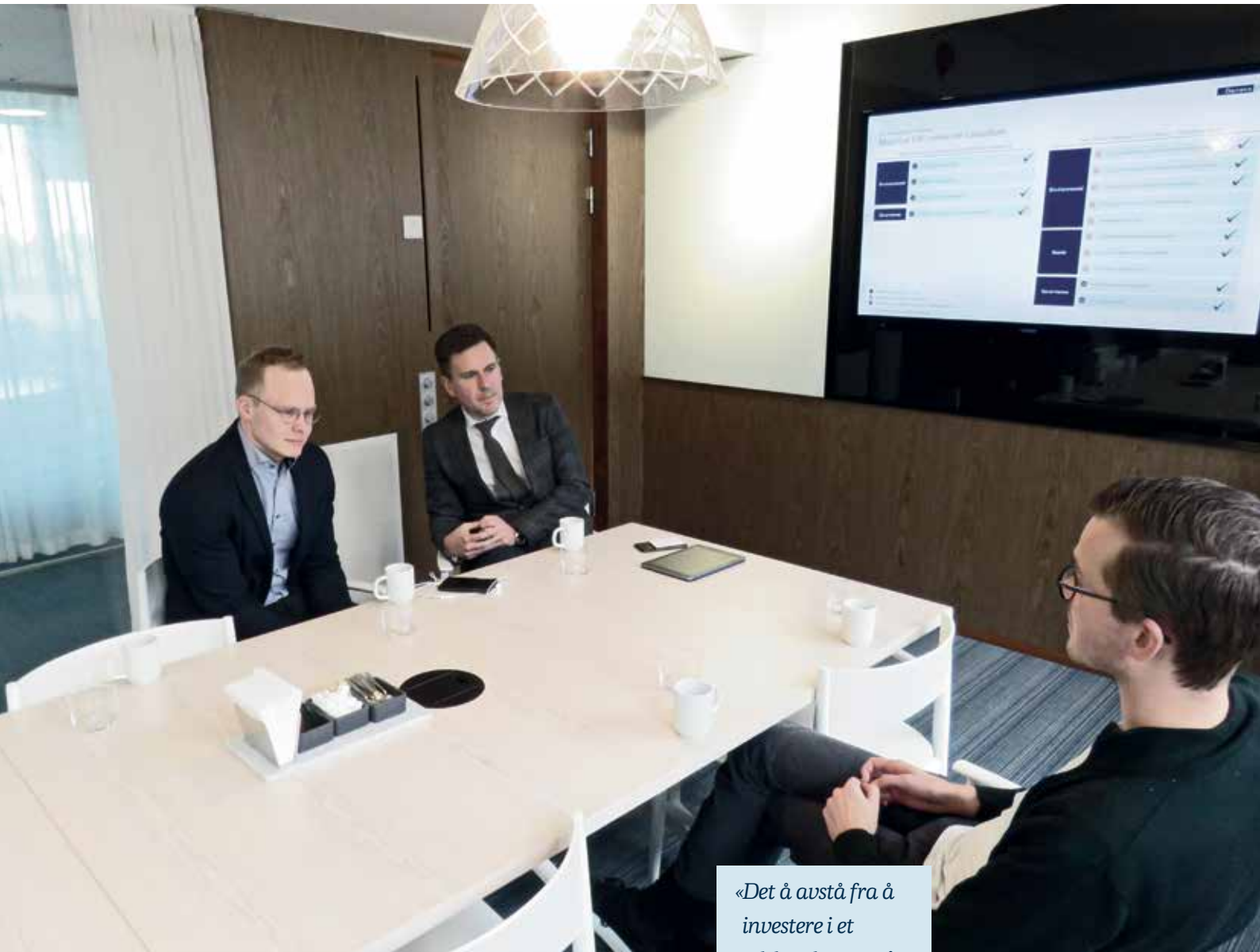
*Hva er problemet med en slik arbeidsmetode etter ditt syn?*

«Det største problemet er ekskludering, f.eks. å redusere ESG til et spørsmål om selve størrelsen på investeringsuniverset. Det er ikke spesielt vanskelig for en ESG-analytiker å se på et univers, peke ut de 20 % mest kontroversielle selskapene fra et ESG-synspunkt, be porteføljeforvalteren om å fjerne disse og så si at han eller hun bare kan fortsette som før. Det er noe helt annet å ha et velfungerende syn på hvordan teamet mitt og jeg skal håndtere ESG-integrering.»

*Kan du utdype dette?*

«Ta screening som et eksempel. I seg selv er screening et utrolig viktig verktøy. Det hjelper oss med å holde styr på en rekke aspekter ved porteføljen vår når det gjelder ESG. Jeg tror bare at det finnes en misforståelse om at screening også automatisk innebærer ekskludering. Igjen: Screening er en måte å forstå beholdningene bedre på, mens ekskludering er en beslutning om å la være å investere. Og det er nettopp her

«Alt man gjør er å følge disse retningslinjene og ellers fortsette med det samme som før – komfortabelt og greit.»



«Det å avstå fra å investere i et selskap basert på en totalvurdering, der ESG er én av faktorene, krever en grundig forståelse av alle sentrale aspekter ved selskapet.»

at det generelle synet i konsernet blir et interessant poeng. Ekskludering har alltid vært – og vil alltid være – en del av arbeidet mitt som porteføljeforvalter. Jeg ekskluderer mange selskaper hele tiden ved å nekte å investere i dem, som regel på grunn av økonomiske faktorer eller rene verdsettelseshensyn. Det å ekskludere et selskap utelukkende på grunnlag av ESG, er som nevnt ikke så vanskelig, og det er noe mange personer kan gjøre. Det å avstå fra å investere i et selskap basert på en totalvurdering, der ESG er én av faktorene, krever derimot en grundig forståelse av alle sentrale aspekter ved selskapet. Selv om det i noen situasjoner hadde vært

hensiktsmessig – i etterkant av en ESG-screening – med top-down-direktiver som advarer mot å investere i bestemte selskaper, mener jeg at den endelige avgjørelsen i siste instans bør ligge hos dem som er ansvarlige for investeringsdelen av porteføljen.»

*Ansvar for ESG-integrering ligger altså hos deg selv. Til slutt, hvordan ser du på motivasjon og nøkkeltall i denne sammenhengen?*

«Jeg har tenkt mye på dette, og jeg vil si

at trykket fra kunder og kundebehandlere fungerer som motivasjon. Som forvalter merker jeg stort påtrykk etter at ESG-aspekter skal integreres i porteføljen. Jeg lar meg ikke styres av formelle nøkkeltall, og etterspørselen fra

kundene våre er tilstrekkelig motivasjon for meg. Jeg mener fast og bestemt at kundene våre ber oss om å gjøre dette fordi de tror at vi på denne måten kan generere mer solid avkastning i det lange løp – og dette synet kan jeg helhjertet slutte meg til.»

## Ledelse i hjertet av investeringsprosessen



Thomas Haugaard, Senior Porteføljeforvalter, Emerging Market Debt Hard Currency i Danmark

Når man er et analytikerteam i Danske Bank som vurderer vekstmarkedsgjeld i hard valuta, skulle man kanskje tro at ESG-analyse er et konsept som ligger langt utenfor radaren vår. Men for oss er det enkelt og greit slik at vi fokuserer på ESG fordi det gir oss viktig informasjon om kredittrisikoen til enkeltstater. Det bør derfor være en sentral ingrediens i enhver investeringsprosess, inkludert vår.

### Et behov for empiriske bevis

For å være litt mer spesifikk vil jeg påstå at analyser av ledelsesaspektene ved investeringene våre er selve kjernen i det vi gjør. Reelt sett er det de politiske beslutningstakerne vi møter – det være seg sentralbanksjefer, finansministere eller til og med statsministere – som er ansvarlige for styringen av økonomiene vi investerer i.

Når det gjelder de miljømessige og sosiale aspektene ved investeringene våre, er de også viktige, men mer på et ad hoc, usystematisk grunnlag. Her mangler jeg et empirisk argument for

å anvende disse aspektene i prosessen – de samme empiriske dataene som støtter analysen vår av ledelsesspørsmål. Til syvende og sist må vi kontinuerlig vurdere om et enkelt land har evne og vilje til å betjene gjeld. Mens tradisjonelle kredittanalyser av enkeltland – eksempelvis med fokus på offentlige finanser, ekstern kredittbalanse og inflasjon – kan si noe om evnen, sier Verdensbankens styringsindikatorer noe om viljen. Sistnevnte indikatorer er direkte knyttet til den grunnleggende analysen av lovstatsprinsippet, korrupsjonsnivået og den politiske stabiliteten i et gitt land, og

vår egen empiriske analyse viser svært høy korrelasjon mellom disse indikatorene og utviklingen til statsobligasjonene.

### En bærekraftreise

Ekskludering er en dimensjon som alltid vil være viktig for oss. Personlig blir jeg litt bekymret når jeg ser at en større institusjonell investor ekskluderer investeringsmuligheter

fra vekstmarkedets gjeldsunivers. For det første er det ingen som vet hva konsekvensene blir, sett fra et avkastningsperspektiv. Men vi vet at ekskludering begrenser universet og frarøver oss en investeringsmulighet. Kundene våre har betrodd oss pengene sine, som vi investerer i gjeld i vekstmarkedene med sikte på å levere konkurransedyktig og bærekraftig risikojustert avkastning. Derfor trengs det svært sterke argumenter for at jeg skal takke nei til muligheter som kan bidra til at vi oppnår dette. Når det gjelder bærekraft, investerer vi åpenbart i regioner i verden som ikke presterer like godt på ESG-området som vi gjør. Men hvis vi ser på dette som en reise, hvor mye hjelper det hvis vi dropper landet og ikke investerer i det hele tatt? Georgia er et eksempel. Ut fra Verdensbankens styringsindikatorer, lå Georgia bak Venezuela for 20 år siden, men etter dette har de vært på en reise mot kontinuerlig konvergens med USA. Av disse to grunnene representerer ikke ekskluderingsprinsippet, som vi av og til ser blir benyttet, en bærekraftig måte å gjøre ESG-investeringer på. Etter vårt syn handler det mer om oppmerksomhet. Jeg vil helst ha muligheten til å avgjøre selv om jeg skal investere eller ikke.

*«Det er ingen som vet hva konsekvensene blir, sett fra et avkastningsperspektiv. Men vi vet at ekskludering begrenser universet og frarøver oss en investeringsmulighet.»*



# Framtidig markedsutsikt

## En mer nyan- sert tilnærming til aktivt eierskap

Aktivt eierskap anses som en av de mest effektive mekanismene for å håndtere risiko, maksimere avkastningen og bidra til positive effekter på samfunn og miljø. En nyansert tilnærming til aktivt eierskap innebærer et større fokus på at investorene retter innsatsen

mot områder der de kan utgjøre en reell forskjell.

Vi spår at det nordiske landskapet for aktivt eierskap blir mer nyanisert. Initiativer som har vært vanlige i USA, vil også vinne fram i markeder nærmere oss. Dette omfatter «Stem nei»-kampanjer mot styreledere, krav om innsyn i registre og regnskaper, lansering av styrekandidater og felles søksmål.

For oss skaper dette en mulighet til å påvirke selskapene til å integrere bærekraft i forretningsmodeller, ledelse og rapportering. Vi kan også utfordre selskapene på hvordan de håndterer f.eks. klimarelatert risiko eller hvordan de identifiserer og følger opp utfordringer som gjelder forsyningskjeden.

Vi ser for oss at denne utviklingen blir drevet fram av tre hovedfaktorer: en økt forståelse for at aktivt eierskap kan forbedre den risikjusterte avkastningen, at institusjonelle investorer av mindre størrelse får mer kompetanse i og erfaring med å utøve aktivt eierskap og at vi får se flere forskrifter og retningslinjer som støtter opp om utviklingen.

## Intensivert tydeliggjøring av verdier kontra verdi

Den siste Eurosif-undersøkelsen<sup>1</sup> viser at ESG-integrering økte med 60 % blant europeiske kapitalforvaltere fra 2015 til 2017. Denne trenden dekker mer enn fire billioner euro under forvaltning, og dette indikerer at de fleste kapitalforvaltere og eiere i

undersøkelsen har integrert ESG i en eller annen form. Denne utviklingen innebærer en lavere appetitt på mer dogmatiske tilnærminger. Selv om ekskludering og normbasert screening fortsatt er dominerende strategier, har begge tilnærmingene

nå faktisk en lavere aktivumbase enn for to år siden.

En felles praksis i Norden har vært å ekskludere selskaper basert på gitte verdier, eller å håndtere omdømmerisiko. Ekskluderingsmetoden er ofte basert på at man bruker forhåndsdefinerte kriterier til å identifisere selskaper som bryter prinsippene. Med ESG-integrering blir derimot finansielle faktorer og ESG-faktorer integrert i porteføljestrukturen og utvelgelsesprosessen for verdipapirer. Vi mener at verdier fortsatt er sentralt for mange investorer når vi skal implementere investeringsstrategier og velge produkter. Vi ser også for oss at både institusjonelle og private investorers appetitt på ESG-integrering, aktivt eierskap og innflytelse vil vokse. En nylig Danske Bank-studie blant privatkunder viser at en større andel foretrekker å ekskludere selskaper, selv om bare rundt 10-15 % av disse kundene er villige til å godta lavere avkastning på grunn av dette. Vi mener derfor at behovet for å skille mellom verdier (etikk) og verdi (finans) vil måtte intensiveres, slik at vi kan etterfølge kundenes ønsker og forventninger til at eksterne forvaltere klarer å beskrive strategiene og prosessene sine.

## ESG-data-kravene vil endres

Et økende antall bedrifter leverer ESG-data og -analyser til institusjonelle investorer, og dette signaliserer en tydelig markedsetterspørsel. Det er imidlertid sannsynlig at veksten i antall leverandører av ESG-data ikke ville vært mulig – eller i det

minste ikke like sterk – om det ikke var for at disse dataene av natur er usystematiske og mangler standardisering. Dette har åpnet for en rekke go-to-market-strategier blant ESG-leverandører, som påberoper seg «innovative analyserammeverk», «differensierte tilnærminger» eller «objektiv AI-drevet analyse» som den beste tilnærmingen til ESG. Dataleverandørenes hjemland, egenskapene til det lokale markedet og de ulike forretningsområdene gjenspeiles også i de ulike metodene og tilbudene.

Vi mener at behovet for kvalitetsdata med

1. <http://www.eurosif.org>

# Framtidig markedsutsikt

investeringsverdi og for standardiserte rapporteringsrammer med fokus på det som er sentralt for virksomheten vil motivere investorene til å bruke flere ESG-datakilder. Dette gjelder allerede for vår del, ettersom vi forsterker investeringsstrategiene våre med data fra flere kilder. Vi bruker mDASH, et instrumentpanel med sentrale ESG-data, til å identifisere og vurdere viktig ESG-informasjon, samtidig som vi kartlegger manglende informasjon, feil og subjektive vurderinger.

Vi mener at denne trenden bare vil fortsette. Hoveddriveren er et økt fokus på å knytte ESG opp mot vesentlige finansielle aspekter, der man finner data og beregninger som bidrar til å identifisere investeringsrisikoer og -muligheter. Det finnes rikelig med data, men kvaliteten på dataene, kombinert med en mangel på standarddefinisjoner, er en utfordring. Det er derfor av stor interesse for finansmarkedene å støtte opp om utviklingen og innføringen av standarder, måleverdier og verktøy som analyserer sentrale ESG-aspekter. Sustainability Accounting Standards Board<sup>2</sup>, som viser bedrifter og investorer de økonomiske konsekvensene av bærekraft, er en slik verdifull standard. Det samme gjelder akademiske tenketanker som f.eks. Center for ESG Research<sup>3</sup>, som gir veiledning om hvordan man kan utvikle, behandle og forholde seg til ESG-prinsipper. Disse og andre markedsinitiativer vil støtte opp om den økte systematiseringen av ESG-integrering framover.

## Appetitt på å måle miljøpåvirkning

Investorene er ivrige etter å finne beregninger og data for å kunne måle de ikke-finansielle konsekvensene av investeringene de gjør – både de positive og de negative. Likevel har dette vist seg å være en utfordrende oppgave, og investorene sliter ofte med å

forstå den reelle effekten av å investere i bestemte selskaper eller prosjekter.

Når det gjelder bærekraft, ser vi et behov for å skille mellom eksponering mot selskaper og den reelle effekten av disse investeringene. Bærekraftfaktorene er det mulig å


forstå og måle, mens det krever betydelig arbeid og hjernekraft å analysere den langsiktige effekten. For øyeblikket er vi på et stadium der vi kan snakke om den potensielle effekten av ESG-integrering, aktivt eierskap og screening i investeringene våre. Det kreves enda mer innsats før vi kan måle den reelle effekten. Vi mener at det vil oppstå flere partnerskap mellom investorer, kapitalforvaltere, fageksperter og akademia for å utvikle effektmålinger.

## En tsunami av regulativer vil ramme bærekraftige investeringer

Siden finanskrisen har bankene blitt gjenstand for økte reguleringer og kontrollregimer. Den nye forskriften som er framlagt av EU-kommisjonen inneholder uttalelser som f.eks. fastsetter kriterier for å avgjøre om en økonomisk aktivitet er «miljømessig bærekraftig» og for å fastslå «graden av miljøpåvirkning og bærekraft for den økonomiske aktiviteten». Det er sunt med debatten som går mellom investorer og kapitalforvaltere over hele Europa, ettersom det er av største betydning at det nye regulativet blir godt egnet til formålet.

Vi anser det som viktig at regulativet ikke bare handler om målbarhet, der mye blir målt og lite blir forstått. Det bør ikke tvinges gjennom et rigid standarddirektiv når styrken i bransjen ligger i mangfold. Investorene bør ikke straffes for at de ikke oppfyller kravene i potensielt forvirrende standarder. I stedet bør de oppfordres til, og belønnes for, å engasjere seg og forandre seg.

Det er viktig at det nye regulativet håndterer divergensen mellom eksisterende nasjonale taksonomier og markedsbaserte tiltak på nasjonalt nivå, vurderer risikoen for potensiell «grønnvasking» og etablerer likeverdige vilkår for alle markedsdeltakerne. Tsunamien av regulativer for bærekraftige investeringer vil få en katalyseeffekt på finansnæringen. Hvis de utformes på en gjennomtenkt måte, vil de bidra til at bærekraft blir et naturlig aspekt ved kapital- og formuesforvaltning for alle markedsdeltakerne.



*«I større grad  
enn noe annet,  
handler ESG for min  
del om smarte  
forretninger.»*

*Claus Heimann Larsen, CEO & Managing Partner i  
Danske Private Equity*

Denne publikasjonen er utarbeidet av Wealth Management  
- en avdeling av Danske Bank A/S («Danske Bank»). Danske Bank  
er under tilsyn av Finanstilsynet.

Danske Bank (som opptrer på egne vegne eller på vegne av andre  
klienter), selskapets partnerselskaper og selskapets ansatte kan utføre  
tjenester for, selge produkter og tjenester på vegne av, ha lange eller  
korte posisjoner i eller på annen måte ha interesser i investeringene  
(inkludert derivater) som tilbys av utstedere som er nevnt i dette  
dokumentet.

Opphavsrett © Danske Bank A/S.  
Alle rettigheter forbeholdt. Denne publikasjonen er beskyttet av  
opphavsrett og kan ikke reproduseres - hverken helt eller delvis - uten  
tillatelse.

Danske Bank Asset Management  
- en avdeling av Danske Bank A/S  
Holmens Kanal 2-12  
DK-1092 København, Danmark  
Org.nr.: 61 12 62 28  
Tlf. +45 45 13 96 00  
Faks +45 45 14 98 03  
<https://danskebank.com>