

Pensionsmarkedsrådets  
rapport om  
etiske investeringer

Pensionsmarkedsrådet  
November 2007

ISBN-nr.: 87-7985-059-6

## Indholdsfortegnelse:

1. Resume og konklusion	3
2. Rapportens formål	5
3. Definition og afgrænsning	6
4. Lovgrundlaget	7
<i>Hovedreglen</i>	7
<i>Ledelsesansvar</i>	8
<i>Regnskabsbekendtgørelsen for forsikringselskaber og pensionskasser</i>	8
<i>Konklusion vedr. lovgrundlaget</i>	8
5. Problemstillinger ved implementering af en etisk investeringsprofil	8
6. Hvorfor udforme en etisk investeringspolitik?	10
<i>Medlemmer</i>	10
<i>Aftaleparter</i>	11
<i>Medier</i>	11
<i>Omgivende samfund</i>	12
7. SRI - hvad gør man i danske livsforsikringselskaber og pensionskasser	12
8. SRI strategiens udformning	17
<i>Til- og fravalg</i>	19
<i>Negativ screening</i>	20
<i>Best in class</i>	20
<i>Positiv screening</i>	20
<i>Engagement</i>	20
<i>"Engagement fora" og ekstern forvaltning</i>	21
<i>Hvor langt kan man gå?</i>	22
<i>Kan internationale retningslinjer bruges?</i>	23

## 1. Resume og konklusion

Etiske overvejelser ved investeringsbeslutninger er et emne, som ofte sættes på dagsordenen i medierne. Der er stigende interesse for emnet i takt med pensionsopsparingens forøgede størrelse og betydning for samfundsøkonomien. Udbredelsen af pensionsordninger til næsten hele arbejdsmarkedet har medført, at der foretages investeringer på vegne af en meget stor del af befolkningen i pensionsordningerne, og det er derfor naturligt, at der også fokuseres på, hvordan investeringen foretages – herunder om der tages etiske hensyn.

En række pensionsinstitutter har formuleret etiske retningslinier, som inddrages i investeringsbeslutningerne, og det er hensigten med denne rapport at belyse, hvordan etiske hensyn inddrages i investeringsbeslutningerne i pensionsordningerne i dag.

Når man gennemgår de etiske retningslinier i pensionsordningerne, er der en klar tendens til at, etik i investeringsvalget for medlemmer af de overenskomstbaserede pensionsordninger samt ATP og LD er et meget vigtigt tema. Medlemmerne lægger vægt på, at deres pensionsopsparing investeres med blik for, at nærmere specificerede etiske krav til de virksomheder, midlerne placeres i, bliver overholdt. Samtidig viser en række undersøgelser, at afkastet af investeringer med en etisk profil generelt er mindst lige så højt som afkastet af investeringer uden en eksplicit etisk profil. Disse forhold forklarer pensionsinstitutternes øgede fokus på etiske investeringer, hvor sociale, etiske og miljømæssige overvejelser vurderes højt. Det viser den undersøgelse af etik i investeringspolitikken, der er gennemført som led i denne rapport.

For den enkelte er medlemskab af en given overenskomstbaseret pensionsordning obligatorisk, og bl.a. derfor er der medlemsdemokrati i ordningerne. Det er dette medlemsdemokrati, der synes at give anledning til interesse for bl.a. etiske spørgsmål i tilrettelæggelsen af investeringspolitikken. Ansvar for tilrettelæggelsen af investeringspolitikken – herunder inddragelse af etik - ligger dog hos ledelsen. Ligeledes er det også pensionsinstitutets ansvar løbende at kontrollere, om investeringerne overholder fastsatte etiske retningslinier, og at vurdere de mulige reaktionsmønstre ved manglende overholdelse i form af dialog eller fravalg af investeringen.

I rapporten fremgår det også, at der ikke er nogen entydig definition på begrebet "etisk investering". Rapporten belyser, at der i flæng anvendes flertydige begreber for "etiske investeringer" – og at dette kan give anledning til misforståelser. Det er vigtigt, at der er en klar forståelse af, hvordan man benytter begrebet "etiske investeringer", når man foretager en vurdering af de tiltag, som pensionsordningerne benytter. I rapporten benyttes en snæver definition af "etiske investeringer", hvori der ikke indgår spørgsmål om corporate governance.

Det fremgår af rapporten, at de lovgivningsmæssige rammer giver mulighed for at inddrage etiske hensyn i pensionsinstitutternes investeringspolitik. Pensionsinstitutterne forvalter betroede midler og skal søge at opnå størst muligt afkast under hensyntagen til investeringernes sikkerhed. Et relevant spørgsmål er derfor, om denne målsætning kan opfyldes, hvis etiske overvejelser inddrages som et element i investeringspolitikken.

Svaret er bekræftende: det er på givne betingelser i overensstemmelse med lovgivningen at anlægge en etisk profil i investeringsvalget for pensionsinstitutter. Pensionsordninger, der inddrager etiske hensyn i deres investeringsadfærd, forventer mindst et afkast svarende til markedsafkastet.

Hvis der i en given pensionsordning er et ønske om at inddrage etiske kriterier, er der en lang række forhold - ud over hensynet til afkastet - der skal overvejes, og ofte kan der være tale om vanskelige afvejninger:

- Hvis et pensionsinstitut ikke vil investere i bestemte aktiviteter, kan det så investere i underleverandører til fravalgte virksomheder? Kan det investere i virksomheder, hvis produkter kan anvendes både til formål, der opfylder en række etiske krav, og til formål, der falder uden for kravene?

- Brud på en etisk investeringspolitik skal være veldokumenterede og ikke baseret på rygter i markedet. Et pensionsinstitut er nødt til at have en betydelig grad af sikkerhed for, at en given overtrædelse af et etisk kodeks virkelig finder sted. Men det kan ikke altid på forhånd afgøres entydigt, om en virksomhed opfylder en række etiske kriterier
- Hvis et pensionsinstitut har en ejerandel i en virksomhed, der ikke fuldt opfylder en etisk profil, hvad skal pensionsinstituttet så gøre? Straks afhænde sin ejerandel eller indgå i en dialog med virksomheden med henblik på at ændre dens adfærd?
- Har de etiske retningslinier utilsigtede konsekvenser? Mange vil eksempelvis være modstandere af at investere i produkter, der produceres med brug af børnearbejde. Men er det entydigt, at man som pensionsinstitut bør udlade at investere i virksomheder, der gør brug af børn som arbejdskraft? Det mener eksempelvis Red Barnet ikke.

Svarene på disse spørgsmål søges belyst i denne rapport. Der kan dog ikke gives entydige svar. Inddragelse af etiske kriterier i investeringspolitikken stiller pensionsinstitutterne over for store udfordringer. Der udfoldes store bestræbelser for at leve op til en række etiske retningslinjer, der løbende udvikler sig.

En måde at udmønte en etisk investeringspolitik på er at foretage *screening* for overholdelse - eller manglende overholdelse - af en række etiske parametre. I denne rapport belyses en række metoder til at foretage screening på. Screening indebærer ofte, at specialiserede screeningsbureauer anvendes som middel til at overholde etiske retningslinjer. Anvendelse af sådanne bureauer er udpræget i de overenskomstbaserede pensionsordninger samt ATP.

#### Konklusion

At inddrage etiske overvejelser i investeringspolitikken stiller pensionsinstitutterne over for en række udfordringer. Der findes ingen faste svar på, hvorledes disse udfordringer bedst tages op. Kravene om at opfylde etiske kriterier stilles af medlemmerne af pensionsordninger og ændrer sig løbende.

En gennemgang af lovgrundlaget viser, at det er muligt for pensionsinstitutterne at anlægge en etisk profil i investeringsvalget. Det er afgørende at sikre lovgivningens krav om størst mulige afkast, når der samtidig tages etiske hensyn.

Internationalt er der stigende interesse for etiske hensyn i investeringspolitikken. Det taler for, at der vil ske en øget inddragelse af sådanne hensyn i danske pensionsinstitutters investeringspolitik.

Arbejdsgruppens sammensætning:

Søren Kolbye Sørensen, DIP  
 Claus Jørgensen, PKA  
 Anne Charlotte Mark, Sampension  
 Jonas Bhatti, ATP  
 Ingerlise Buck, LO  
 Peter Skjødt, Forsikring & Pension  
 Mads Møller, Forsikring & Pension, sekretær

## 2. Rapportens formål

Denne rapport er udarbejdet af en arbejdsgruppe under Pensionsmarkedsrådet med det formål at belyse den rolle, som etiske overvejelser spiller i investeringsbeslutningerne i livsforsikringselskaber og pensionskasser. Arbejdsgruppen har arbejdet ud fra nedenstående kommissorium.

### **Kommissorium for Pensionsmarkedsrådets arbejdsgruppe om etiske investeringer**

"Pensionsmarkedsrådet har besluttet at nedsætte en arbejdsgruppe, der skal beskrive og analysere de hensyn og overvejelser af etisk karakter, der sætter rammer for pensionselskabernes investeringspolitik.

Herunder skal arbejdsgruppen beskrive:

- De lovgivningsmæssige rammer for etiske investeringer
- Sammenhængen mellem hensynet til en etisk investeringspolitik og hensynet til kundernes investeringsafkast
- Elementer, der indgår i overvejelser om en etisk investeringspolitik
- Mulighederne for screening af konkrete investeringer
- Eksemplificering af etiske overvejelser i den praktiske investeringspolitik.

Internationale erfaringer ønskes inddraget i gruppens arbejde"

Den analyse, som arbejdsgruppen har foretaget, viser, at det er i de overenskomstbaserede pensionsordninger samt i ATP og LD, at man har formuleret etiske retningslinjer, der inddrages i tilrettelæggelsen af investeringspolitikken. I firmapensionsordningerne og i de individuelle pensionsordninger har det været vanskeligt at finde informationer, der indikerer, at der tages eksplicitte etiske hensyn i investeringspolitikken.

Det vurderes, at det er medlemmernes ønske om at varetage etiske hensyn, der er baggrunden for, at det navnlig er de overenskomstbaserede pensionsordninger, der forfølger etiske målsætninger.

I denne rapport er det belyst:

- hvilket lovgrundlag der gælder for inddragelsen af etiske hensyn i investeringspolitikken i de danske pensionsinstitutter (afsnit 4)
- problemstillinger ved implementering af en etisk investeringsprofil (afsnit 5)
- hvem der stiller krav til et pensionsinstitut om at følge et etisk normsæt (afsnit 6)
- i hvilket omfang de overenskomstbaserede pensionsordninger inddrager etiske hensyn i investeringspolitikken. Der gives en række praktiske eksempler (afsnit 7)
- hvorledes en etisk investeringsprofil kan udarbejdes, og hvilke overvejelser der skal gøres i den forbindelse (afsnit 8)

Fokus for rapporten er etiske hensyn i danske pensionsinstitutter. I begrænset omfang er internationale erfaringer blevet inddraget.

### 3. Definition og afgrænsning

Rapporten beskæftiger sig primært med etik i investeringsvalget i de overenskomtbaserede pensionsordninger samt i ATP og LD. Udtrykket "pensionsinstitutter" vil blive brugt om disse ordninger, der inddrager etiske hensyn i investeringsadfærden. Der er dog foretaget en analyse af etiske investeringshensyn, der også inddrager firmapensionsordninger m.v., herunder i kommercielle livsforsikringselskaber.

De overvejelser og problemstillinger i relation til etiske investeringshensyn, som rejser sig for firmabase-rede og individuelle pensionsordninger, der beskæftiger sig med disse forhold, vil ikke principielt adskille sig fra, hvad der gælder for de overenskomtbaserede ordninger.

Etik i pensionsinstitutternes investeringsadfærd indebærer, at der lægges særlige hensyn ind i investeringspolitikken. Det er hensyn, der indebærer, at de betroede midler, som pensionsinstitutterne forvalter, ikke må anvendes til at understøtte forretningsmæssige aktiviteter, der anses for at være i strid med et sæt af normer, som det konkrete pensionsinstitut har vedtaget at søge at leve op til. Eksempler kan være, at et pensionsinstituts investeringer ikke må omfatte virksomheder, der gør brug af børnearbejde, eksporterer farlige kemikalier til u-lande, eller ikke opfylder visse miljømæssige krav.

Afgrænsningen af en etisk investeringsprofil er ikke entydig. Etik kan både opfattes relativt snævert og meget bredt, ligesom den konkrete udformning af en etisk profil kan være meget specifik eller mere overordnet.

#### Definition af anvendte begreber vedrørende etiske investeringer

Der opereres internationalt med en række forskellige afgrænsninger af inddragelse af etiske og sociale hensyn i investeringsbeslutningerne:

##### *SRI - Socially Responsible Investment*

SRI indebærer, at investorerne lægger et hensyn til social/etisk ansvarlighed ind i investeringspolitikken. SRI er det internationale udtryk for, at der i investeringspolitikken inddrages etiske hensyn.

##### *RI - Responsible Investment*

RI indebærer, at investorerne i investeringsvalget lægger vægt på, at der ud over en række etiske krav desuden stilles krav til virksomhedens adfærd over for interessenter, medarbejdere og det omgivende samfund. RI er et bredere begreb end SRI, idet aspekter af "god virksomhedsledelse" (corporate governance) inddrages. Et eksempel kan være, at der i et pensionsinstituts investeringsstrategi stilles krav om, at en given virksomhed kun har "acceptable" aflønningsprogrammer for ledelsen.

##### *ESG - Environmental, Social and Governance (issues)*

ESG er den samlede betegnelse for forhold af miljømæssig social og ledelsesmæssig karakter, der kan lægges til grund for ledelsen af en virksomhed.

##### *CSR - Corporate Social Responsibility*

CSR indebærer, at en given virksomhed tager et samfundsmæssigt ansvar og bl.a. søger at fremme beskæftigelse på særlige vilkår og for marginaliserede grupper på arbejdsmarkedet. CSR er derfor i sit udgangspunkt udtryk for initiativer, der tages af den enkelte virksomhed, mens udgangspunktet for SRI er investorernes synsvinkel.

Der kan ikke skelnes knivskarpt mellem de forskellige begreber. Der er navnlig et vist overlap mellem at inddrage etiske hensyn i investeringspolitikken og at lægge vægt på, at virksomheder, der potentielt skal investeres i, efterlever krav til god virksomhedsledelse. Mange investorer, herunder pensionsinstitutter, vil eksempelvis tage afstand fra, at en given virksomhed gør brug af skjulte betalinger for at opnå en given ordre, eller prøver at erhverve kommercielle kontrakter via overdreven brug af gaver, rejser m.v. Det kan diskuteres, om sådanne forhold vedrører et etisk regelsæt eller god virksomhedsledelse.

I denne rapport anlægges en relativt snæver definition af etik i investeringspolitikken, således at problemfelter, der vedrører god selskabsledelse, i videst muligt omfang ikke inddrages.

#### 4. Lovgrundlaget

Ifølge Lov om Finansiell Virksomhed, §§ 158-159, er livsforsikringsselskaber og pensionskasser forpligtede til at investere med henblik på at sikre pensionsopsparerne det højst mulige afkast under hensyntagen til risikoen, samt at sikre en tilstrækkelig spredning af investeringerne på aktivtyper og på enkelte aktiver.

##### Ordlyden af §§ 158-159 i Lov om Finansiell Virksomhed

§ 158. *De midler, et forsikringsselskab eller en pensionskasse råder over, skal investeres på en hensigtsmæssig og for de forsikrede tjenlig måde, således at der er betryggende sikkerhed for, at selskabet til enhver tid kan opfylde sine forpligtelser.*

§ 159. *Forsikringsselskaber og pensionskasser skal have en gruppe af aktiver, hvis samlede værdi til enhver tid mindst svarer til værdien af selskabets samlede forsikringsmæssige hensættelser.*

*Stk. 2. De aktiver, der omfattes af stk. 1, skal være udvalgt således, at de, set i forhold til arten af selskabets forsikringer, med hensyn til sikkerhed, afkast og likviditet er af en sådan art og en sådan sammensætning, at de er egnede til at sikre, at de forsikrede kan fyldestgøres. Der må ikke foreligge en uforholdsmæssig afhængighed af en bestemt kategori af aktiver, et bestemt investeringsmarked eller en bestemt investering."*

Finanstilsynet har taget stilling til rækkevidden af disse bestemmelser i en afgørelse af 10. oktober 1997<sup>1</sup> om "Pensionskassers og livsforsikringsselskabers investeringsstrategi, herunder etiske investeringer". Finanstilsynets stillingtagen skete dengang på baggrund af, at pensionsinstitutternes investeringsstrategi havde været "indgående debatteret i medierne", hvorunder "betimeligheden af selskabernes ""etiske"" investeringer" også havde været drøftet.

Finanstilsynet fandt her anledning til at tydeliggøre sin fortolkning af § 87 i Lov om Forsikringsvirksomhed. Denne paragraf svarer til § 158 i den nugældende Lov om Finansiell Virksomhed.

##### Hovedreglen

Finanstilsynet refererer i afgørelsen af 10. oktober 1997 til en tidligere fastsat praksis, der fortsat kan tages som udtryk for den hovedregel, der gælder for målsætningen for pensionsinstitutternes investeringspolitik:

*"Tilsynet udtrykte efterfølgende [i den tidligere fastsatte praksis, der vedrørte pensionskassers allerede foretagne investeringer i boligbyggeri, hvor huslejen lå under, hvad lejlighederne kunne være udlejet til på et frit boligmarked] som generelt princip, at ledelsen i en pensionskasse ved bedømmelsen af, om en påtænkt investering er inden for lovgivningens rammer, har en fri adgang til at vælge investeringsobjekter ud fra en række generelle hensyn. Disse generelle hensyn omfatter blandt andet investeringernes sikkerhed og værdifasthed, afkastets størrelse og den begrænsning af risikoen, der opnås ved, at investeringerne spredes på mange forskellige aktiver og typer aktiver. Når ledelsen inden for de herved afstukne rammer har foretaget en investering, er det dens opgave at opnå størst muligt afkast af den pågældende investering. "*

<sup>1</sup> Se Finanstilsynets hjemmeside ved disse link: [http://finanstilsynet.dk/sw759\\_fr\\_content.asp?usepf=true](http://finanstilsynet.dk/sw759_fr_content.asp?usepf=true) og <http://ftnet.dk/sw572.asp?usepf=true>

## Ledelsesansvar

I afgørelsen af 10. oktober 1997 fortolker Finanstilsynet denne praksis videre. Finanstilsynet præciserer, at ansvaret for valg af investeringsstrategi påhviler ledelsen: Lovgivningen "er ikke til hinder for, at ledelsen forinden valg af investeringsstrategi rådfører sig med selskabets aktionærer/pensionskassens medlemmer. Ansvar for valg af investeringsstrategi - samt pligten og retten til at træffe beslutninger - er imidlertid alene bestyrelsens og direktionens."

## Regnskabsbekendtgørelsen for forsikringsselskaber og pensionskasser

Bekendtgørelsen om finansielle rapporter for forsikringsselskaber og tværgående pensionskasser (1467 af 13/12/2006) stiller i § 98 krav om, at såfremt pensionsinstituttets investeringspolitik er fastlagt således, at sociale, miljømæssige eller etiske forhold tages i betragtning, skal dette beskrives i regnskabet.

Denne regnskabsbestemmelse understøtter, at det er muligt at inddrage etiske hensyn i investeringspolitikken, men er ikke i sig selv en bestemmelse, der stiller krav til udformningen af etiske retningslinjer i pensionsinstitutterne.

## Konklusion vedr. lovgrundlaget

Det er muligt for pensionsinstitutterne at anlægge en etisk profil i investeringsvalget. Det afgørende spørgsmål er, hvordan inddragelsen af etiske hensyn i investeringspolitikken påvirker det afkast, der kan forventes, herunder om der er en negativ effekt. Sidstnævnte vil kunne forekomme af 2 årsager:

- a) De omkostninger, der er forbundet med at håndtere etiske retningslinjer. Disse er i dag af mindre betydning, men vil naturligvis afhænge af detaljeringsgrad mv.
- b) Hvis et fravalg af investeringsmuligheder, som etiske hensyn kan indebære, medfører et mindre forventet afkast. Denne problematik drøftes nærmere i afsnit 7. Det skal dog nævnes, at der er tale om en kompleks problemstilling. Der er således bl.a. behov for at vurdere betydningen af etiske hensyn over en længere tidshorisont. Desuden argumenteres der fra forskellig side for, at en etisk dimension i investeringspolitikken øger det forventede afkast, fordi virksomheder, der ikke overholder alment accepterede etiske retningslinjer, på længere sigt vil få vanskeligt ved at opnå accept for sin forretningsmæssige strategi og adfærd.

Såfremt det forventede afkast af en investeringsprofil ikke påvirkes negativt af, at der inddrages etiske hensyn, er det således foreneligt med Lov om Finansiell Virksomhed at inddrage sådanne hensyn i investeringspolitikken, jf. Finanstilsynets afgørelse:

*"Da det ikke på forhånd er muligt at afgøre, hvilken investeringsstrategi der vil være mest fordelagtig, kan livsforsikringsselskaber og tværgående pensionskasser inden for de nævnte rammer, jf. herved lov om forsikringsvirksomhed § 87 og §§ 127a-129, lovligt vælge flere investeringsstrategier - herunder strategier, der rummer krav om "etiske investeringer". Dette ændrer imidlertid ikke ved pligten til på lang sigt at opnå det bedst mulige afkast."*

## 5. Problemstillinger ved implementering af en etisk investeringsprofil

Pensionsinstitutterne stilles over for en række problemstillinger ved at opstille og forfølge etiske hensyn i investeringspolitikken. Det er komplekst at sikre sig, at etiske hensyn bliver opfyldt, og pensionsinstituttet har ikke i alle sammenhænge mulighed for at sikre sig, hverken at et sæt retningslinjer overholdes, eller at der sker en ønsket adfærdsændring i virksomhederne som følge af de etiske retningslinjer, der søges varetaget.



## Problemstillinger som følge af en etisk investeringspolitik

### 1. Lovens krav om størst afkast

Pensionsinstitutter forvalter betroede midler. Det indebærer som omtalt, at lovgivningen stiller krav om, at de skal tilstræbe at opnå det størst mulige afkast under hensyntagen til, at der skal være en passende sikkerhed for, at de afgivne løfter - der ofte strækker sig over både 30 og 40 år - kan overholdes.

Når der tages eksplicite hensyn, der indebærer, at der evt. foretages fravalg i det mulige investeringsunivers af etiske årsager, rejser sig spørgsmålet, om det er foreneligt med lovgivningens krav. Kan der tages etiske hensyn i investeringspolitikken, samtidig med at pensionsinstituttet lever op til kravet om at stræbe mod størst muligt afkast?

Finanstilsynet har i en afgørelse tilkendegivet, at det er muligt at inddrage etiske hensyn i pensionsinstitutternes investeringspolitik, men det må ikke ske på bekostning af lovens krav om størst muligt afkast. Pensionsinstitutterne er nødt til at operere inden for denne restriktion og kan derfor ikke uden videre tilgodese alle medlemsønsker om at forfølge etiske hensyn.

Aktører, der inddrager etiske hensyn i deres investeringsadfærd, forventer mindst et afkast svarende til det samlede markedsafkast, ligesom det vurderes, at de oftest fravalgte brancher udgør en beskedent andel af det samlede investeringsunivers.

### 2. Hvor langt kan man gå?

Det er ikke entydigt, hvorledes et etisk investeringshensyn skal praktiseres. Det er bl.a. vanskeligt at følge hele produktionsprocessen samt produktets anvendelse og distribution. Hvis et pensionsinstitut eksempelvis ikke ønsker at investere i våbenproduktion, rejser sig spørgsmålet, om det kan investere i virksomheder, der producerer produkter, der kan anvendes både som våben og til fredelige formål. Helikoptere eller elektroniske chips, der både kan anvendes til missilers styresystemer og til Lego's fjernstyrede legetøj, er oplagte eksempler.

### 3. Hvad skal konsekvensen være?

Når pensionsinstituttet har fundet frem til de etiske hensyn, der skal efterleves, opstår problemstillingen om hvilken sanktion, der er den korrekte at benytte over for en virksomhed, der ikke efterlever de etiske retningslinier. Pensionsinstituttet kan enten sælge aktieposten i virksomheden eller engagere sig i virksomheden og prøve at ændre dens adfærd. Flere pensionsinstitutter har dialogen som første valg, men succes af den strategi afhænger bl.a. af hvor stor investeringen og dermed indflydelsen i virksomheden er. Dertil skal der tages hensyn til, om et eventuelt fravalg af investeringen har negative konsekvenser for det samlede afkast, ligesom det skal vurderes, om en bagatelgrænse bør indføres i forhold til, hvornår en sanktion tages i brug.

### 4. God vilje med utilsigtede konsekvenser

Konsekvenserne af en given etisk profil bør nøje vurderes. Fravælger man at investere i en kemikalievirksomhed, der producerer farlige produkter, kan det føre til, at de samme eller endnu farligere kemikalier blot kommer på markedet fra en alternativ producent. Det er derfor væsentligt at være opmærksom på muligheden for at indgå i dialog med de virksomheder, der investeres i. Det kan ske ved en "engagement" strategi, hvor pensionsinstituttet involverer sig aktivt for at få en virksomhed til at tilpasse sig etiske hensyn.

### 5. Gennemslagskraften af den etiske investeringsprofil

Man kan tilstræbe at leve op til medlemmernes etiske tilkendegivelser, men det enkelte pensionsinstitut har meget vanskeligt ved at præge en udvikling. Hvis man vælger at frasælge aktier i meget forurenende virksomheder, overtages aktierne jo af andre. Reel indflydelse på produktionen og produktionsprocessen mm. opnås kun, når mange investorer sammen forfølger overlappende etiske værdinormer som et middel til at ændre virksomhedens adfærd.

6. *Brud på etik skal være veldokumenterede*

Et pensionsinstitut er nødt til at have en betydelig grad af sikkerhed for, at en given overtrædelse af et etisk kodeks virkelig finder sted. Der verserer mange rygter om givne virksomheders adfærd, og en række mere eller mindre uformelle grupperinger med særlige interesser inden for miljø, arbejdstagerrettigheder m.v. er ofte medvirkende til at sprede informationer, der ikke er verificerede.

Et pensionsinstitut er nødt til at have oplysninger om en given virksomhed fra pålidelig kilde, idet man ellers vil reagere for hurtigt og for ofte på forkerte oplysninger - til skade for pensionsopsparerne og de virksomheder, der måtte være anklaget på et forkert grundlag.

7. *Etik er dynamisk*

Når der er taget hensyn til de lovgivningsmæssige begrænsninger og muligheder, vil ønsket om en investeringsstrategi baseret på SRI afspejle de interesser og synspunkter, som generelt kan accepteres af investorer og medlemmer.

Normerne bag SRI er imidlertid dynamiske og vil derfor være påvirkelige af nationale og internationale holdningsskift i offentligheden og medierne samt ændres i takt med velstandsforøgelsen i samfundet. Dette skaber yderligere udfordringer for pensionsinstitutionerne, der med jævne mellemrum skal tage deres etiske strategier og retningslinjer op til revision. Dette vil være forbundet med omkostninger, da det også stiller krav om at følge op på, at eksterne forvaltere og samarbejdspartner lever op til regler, der løbende ændres.

8. *Medlemmernes interesser*

I de obligatoriske pensionsordninger, hvor medlemmerne via medlemsdemokratiet kan få indflydelse på principperne bag investeringspolitikken, er det væsentligt, at selskabet sikrer sig, at ønskerne afspejler medlemmernes holdninger generelt.

6. Hvorfor udforme en etisk investeringspolitik?

Der er flere årsager til, at pensionsinstitutionerne inddrager etiske hensyn i investeringspolitikken. Først og fremmest eksisterer der i de overenskomstbaserede ordninger et udpræget medlemsdemokrati, der indebærer, at pensionsinstitutionernes ledelser løbende lytter til medlemmernes krav og forventninger, herunder for så vidt angår etik i investeringsvalget.

Samtidig finder flere pensionsinstitutioner, at etiske investeringer giver et afkast, som er mindst lige så godt som for markedet generelt, hvis ikke bedre. Det er i den forbindelse nødvendigt løbende at sikre sig, at de virksomheder, der investeres i, overholder gældende regler og konventioner m.v. Endelig er der en risiko for at blive stillet i et dårligt lys, såfremt det viser sig, at et pensionsinstitut har investeret i en virksomhed, der viser sig ikke at overholde væsentlige etiske krav.

**Medlemmer**

I de overenskomstbaserede pensionsordninger er det for den enkelte obligatorisk - som en del af overenskomsten - at være medlem af pensionsordningen. Den enkelte varetager som udgangspunkt ikke selv sit investeringsvalg og kan ikke flytte sin pensionsordning, medmindre det sker som led i et jobskifte. Det obligatoriske element for den enkelte pensionsopsparer er en væsentlig årsag til, at der er opbygget et medlemsdemokrati, hvor medlemmerne får indflydelse på en lang række forhold i pensionsordningerne, herunder i relation til etik i investeringerne<sup>2</sup>.

---

<sup>2</sup> Ansvar for investeringsvalget er dog fortsat ledelsens, jf. afsnittet om lovgrundlag.

### Eksempler på forskellige tilgange til medlemsdemokratiet

De enkelte pensionsinstitutter lægger stor vægt på medlemmernes stillingtagen til bl.a. investeringspolitikken for de enkelte pensionsordninger. Der er forskellige tilgange til medlemsdemokratiet i de enkelte institutter, som de nedenstående beskrivelser viser, men i alle tilfælde ønsker pensionsinstitutterne medlemmernes deltagelse i pensionsordningernes udformning, investeringspolitik og andet.

PenSam's pensionsordninger "har et repræsentativt demokrati. Den enkelte har mulighed for at deltage i valget af forbrugergrupper – og kan selv opstille til valg – og derigennem få sine synspunkter repræsenteret. Forbrugergrupperne har blandt andet indflydelse på, hvordan sammensætningen af produkter skal være inden for rammerne af pensionsaftalen og hvilken investeringsstrategi, der skal vælges." "En forbrugergruppe i PenSam er en gruppe kunder, der er valgt til at repræsentere dine interesser som forbruger. Der er en forbrugergruppe for hver af PenSam's syv pensionsordninger og en for PMF Pension."

I PKA har medlemmerne indflydelse på bl.a. etiske aspekter af investeringspolitikken som delegeret med stemmeret på generalforsamlingen. I november 2004 blev nye etiske retningslinjer for pensionskassens investeringer diskuteret på årets delegeretseminar. Hovedændringen blev, at de hidtidige relativt brede retningslinjer blev erstattet af en konkret henvisning til FN's Global Compact. Global Compact henvender sig direkte til virksomhederne med 10 konkrete bud på en etisk standard om menneskerettigheder, arbejdstagerrettigheder, miljø og korruption. Andre væsentlige ændringer var en mere systematisk brug af „etiske screeninger“ af pensionskassens investeringer, tilbagemeldinger til bestyrelse og nogle præciseringer af handlingsmulighederne i forhold til mere indirekte investeringer via fonde mv. Der blev imidlertid ikke kun fokuseret på negative afgrænsninger, men også en positiv stillingtagen til at fremme investeringer inden for bestemte områder som fx miljø, alternative energiformer og bestemte typer af ejendomsinvesteringer. Bestyrelsen fastlagde efterfølgende, med baggrund af diskussionerne med de delegerede, nye etiske retningslinjer.

Der kan være fagspecifikke forhold, der øver indflydelse på udformningen af etiske retningslinjer. Det er tilfældet, såfremt det faglige tilhørsforhold gør, at visse investeringer opfattes som etisk upassende. Det kunne være, hvis en pensionsordning for læger ikke vil investere i tobaksfremstilling. Sådanne etiske retningslinjer, der udspringer af et fagligt tilhørsforhold, er forenelige med lovgrundlaget for pensionsinstitutterne, såfremt det etiske hensyn ikke sker på bekostning af afkastet.

### Aftaleparter

Også aftaleparterne bag de overenskomstbaserede pensionsordninger øver indflydelse på de etiske retningslinjer. Det sker dels, hvor de er medejere af pensionsordningerne, der skal være lydhøre over for medlemmerne, og dels er etiske forhold hos nogle af aftaleparterne et mere generelt interessefelt.

### Medier

Opbygningen og udbygningen af de overenskomstbaserede pensionsordninger gennem de seneste 20 år har betydet, at pensionsinstitutterne forvalter en meget betydelig formue, og for langt hovedparten af lønmodtagerne vil denne formue danne grundlag for en meget væsentlig del af indkomsten som pensionist. Derfor har medierne ganske naturligt stor fokus på pensionsinstitutterne. Det gælder også i relation til, hvorvidt pensionsinstitutterne har etiske retningslinjer, og om de lever op til disse retningslinjer. Det øgede fokus er også med til at påvirke medlemmernes engagement i pensionsinstituttets investeringspolitik. Flere overenskomstbaserede pensionsordninger har bekræftet, at deres medlemmer er meget interesserede og engagerende i pensionsordningens etiske investeringsprofil.

Der har været eksempler på, at pensionsinstitutter har oplevet megen medieomtale af, at deres etiske retningslinjer ikke stemte fuldt overens med de investeringer, de foretog. Nogle pensionsinstitutter har

præciseret deres etiske retningslinjer, mens andre har indgået aftaler med screeningsbureauer, for at sikre sig mod investeringer, som strider mod retningslinjerne.

Medierne er desuden indirekte med til at stille nye krav til udformningen af de etiske retningslinjer, bl.a. ved at konfrontere danske pensionsinstitutter med nye tendenser og strømninger i etiske investeringskrav i udlandet.

### **Omgivende samfund**

Pensionsinstitutterne udgør en vigtig brik som supplement til en række offentlige velfærdsydelser og spiller efterhånden en stor rolle i samfundsøkonomien. Derfor er den generelle samfundsudvikling med til at sætte sit præg på pensionsordningerne. Det gælder ikke blot på velkendte områder som eksempelvis åbenhed, gennemsigtighed og valgmuligheder, men også for så vidt angår etik i investeringsvalget. I takt med at samfundet udvikler sig og bliver rigere, ændres samfundsnormerne og holdningen til etisk ansvarlighed.

Tilsvarende gælder det eksempelvis, at den teknologiske udvikling til stadighed muliggør overholdelse af skrappe og skrappe miljøkrav, hvilket pensionsinstitutterne må forholde sig til. Yderligere indebærer globaliseringen og overgangen fra industri- til servicesamfund, at der er større fokus på produktionsforhold, levevilkår og miljø mv. i lande, der ligger langt fra Danmark, og hvortil mere traditionel produktion bliver lagt. Det skærper behovet for opmærksomhed om etisk adfærd også i andre lande. Det er en trend, der understøttes af, at viden og kommunikation om virksomhedernes overholdelse - eller manglende overholdelse - af etiske grundvilkår i stigende grad indsamles og analyseres af specialiserede selskaber, og hurtigt formidles videre.

### 7. SRI - hvad gør man i danske livsforsikringselskaber og pensionskasser

Ved en gennemgang af hjemmesider og årsregnskaber for 46 selskaber ses det, at omfanget af de etiske retningslinjer i pensionskasser, livsforsikringselskaber samt ATP og LD<sup>3</sup> er meget forskellige. Hvor nogle pensionsinstitutter (20 selskaber) slet ikke eller kort beskriver, at de ved investeringer overholder internationale konventioner og tager hensyn til miljøet og menneskerettigheder, har andre (26 selskaber) mere detaljerede retningslinjer, hvor de uddyber deres investeringsadfærd på konkrete områder som miljø, børnearbejde, arbejdstagerrettigheder og våbenproduktion. Ligeledes beskriver de ofte, hvordan det sikres, at selskaberne lever op til de fastsatte retningslinjer, f.eks. ved brug af screeningsbureauer.

De pensionsinstitutter, der vælger ikke at formulere en egentlig etisk investeringsprofil, tilkendegiver bl.a. at investere i velrenommerede virksomheder, der derfor forventes at være nødt til at agere i overensstemmelse med almene etiske principper. Ligeledes holder disse pensionsinstitutter et vågent øje med etisk dårlige sager, der vedrører de selskaber, de har investeret i. Pensionsinstitutter uden eksplicite etiske retningslinjer kan have interne retningslinjer og kan i praksis blive konfronteret med de samme dilemmaer, der møder pensionsinstitutter med en eksplicit SRI strategi.

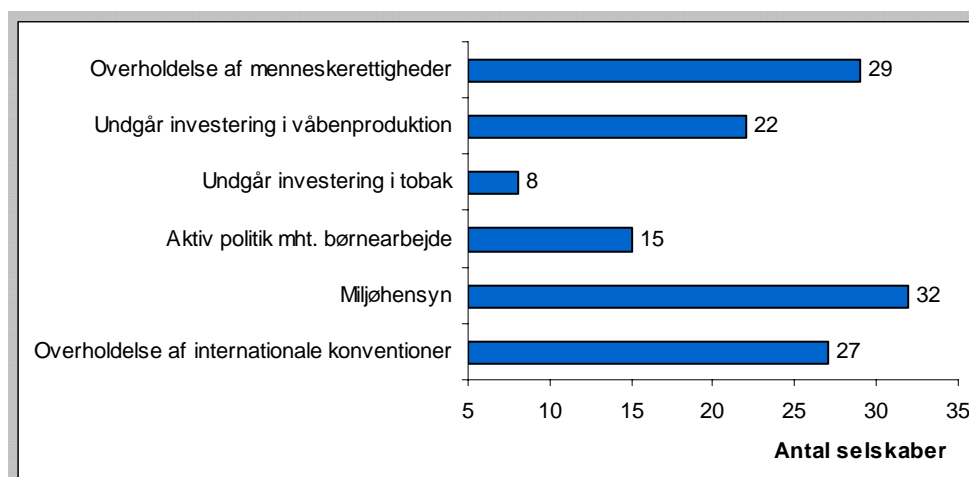
Størstedelen af de pensionsinstitutter, der har en eksplicit etisk investeringsprofil, giver udtryk for, at de etiske retningslinjer netop kun er retningslinjer, og at hver enkelt investering vurderes, inden den vælges til eller fra. Dette sker enten ved hjælp af screeningsbureauer og lignende, eller ved egne vurderinger af de tilgængelige oplysninger.

Figur 1 på næste side viser bl.a., hvilke kriterier pensionsinstitutterne prioriterer i deres etiske retningslinjer, og når de omtaler etiske investeringer på hjemmesider og i årsberetninger.

---

<sup>3</sup> Der er gennemgået hjemmesider og årsberetninger for 46 livsforsikringselskaber, tværgående pensionskasser samt ATP og LD. Dette gælder ATP, LD, DIP, Magistrene, Industriens pension, Arkitekternes pension, Funktionær pension, Lærernes pension, PJD, PBU, LPK, JØP, PHI/PNN, IPS, PVJ, Slagteriernes Gruppeliv, Nordea, Danica, AP Pension, SEB, Skandia, Topdanmark, Alm. Brand, Bankpension, PFA, PensionDanmark, samt selskaberne under Sampension, Pen-Sam, PKA og Farmapension. For sidstnævnte fire administrationselskaber er det administrationsfællesskabets etiske retningslinjer, der er analyseret.

Figur 1: Etske kriterier der prioriteres af pensionsinstitutterne



Note: Figuren viser, om pensionsinstitutterne i retningslinjer, på hjemmesider og i årsberetninger, har udtrykt sig positivt om de nævnte kriterier. Det er ikke ud fra figuren muligt at konkludere, om de resterende selskaber prioriterer de nævnte kriterier, eller om de indgår som en underkategori. Dvs. om de f.eks. har en aktiv politik mht. børnearbejde, selv om de ikke skriver det på hjemmesider og i årsberetninger.

Kilde: F&P

Overholdelse af lovgivning, konventioner og menneskerettigheder samt miljøhensyn har, jf. figur 1, stor vægt i pensionsinstitutternes etiske retningslinjer. Som beskrevet i det foregående afsnit påvirkes pensionsinstitutternes etiske investeringsvalg også af det fokus, der er på etik hos medlemmer, medier og i samfundet generelt. Flere pensionsinstitutter viser desuden deres aktieinvesteringer på deres hjemmeside, så det også er muligt for medlemmer, medier og andre aktører at se, hvilke virksomheder der investeres i.

De nævnte etiske kriterier, der prioriteres i pensionsinstitutternes SRI strategier, afspejler også, at flere af institutterne mener, at etiske investeringer på sigt giver et mindst lige så godt eller bedre afkast end markedet generelt. Dette understøttes i nogen grad af forskellige videnskabelige undersøgelser af sammenhængen mellem etiske hensyn og afkast.

#### Mulige sammenhænge mellem etik og afkast

Der eksisterer akademiske undersøgelser, som vurderer, hvorvidt etiske hensyn påvirker det finansielle afkast. Det gælder både for afkastet af de enkelte virksomheder, der søger at leve op til etiske hensyn, og for de fonde og investorer, der tager etik og miljø med i deres investeringsstrategier. Der er forskellige resultater af de enkelte undersøgelser, ligesom der er forskelle inden for undersøgelsestidspunkterne, alt efter hvilke tidsperioder, der kigges på.

For fonde der investerer etisk, ser det ud til, at der finder en læringseffekt sted, således at fondene over tid er kommet op på at give et afkast svarende til markedets afkast. For de enkelte virksomheder, der tager etik med i deres overvejelser, viser undersøgelserne, at der ikke er tale om et enten eller i valget mellem etik og finansielt afkast, men heller ikke at etiske hensyn umiddelbart giver et markant større afkast.

I undersøgelser af denne art vil der dog være en del målevanskeligheder, da etik bl.a. kan defineres forskelligt; investeringsmetoder og -fokus kan variere mellem investeringsforvalterne; de undersøgte perioder kan variere f.eks. med hensyn til markedernes udvikling; og adgangen til kvalificerede data kan også variere over den undersøgte periode. På samme måde kan sammenligninger af forskellige tidligere undersøgelser være problematiske, hvis metoder, undersøgte perioder og andet varierer mellem analyserne.

Der er flere måder, hvorpå etiske investeringsstrategier kan påvirke afkastet af givne investeringer. Som allerede nævnt vurderer flere pensionsinstitutter, at etiske overvejelser hos de virksomheder, der investeres i, har en positiv betydning for virksomhedens værdi og dermed afkastet af pensionsinstituttets investering. Flere af de parametre, som påvirker virksomhederne, nævnes i en analyse fra EIRIS<sup>4</sup> og i en forskningsbaseret rapport af Nadja Guenster et al<sup>5</sup>. De omtaler, at en virksomheds renommé og dermed dens værdi kan påvirkes af en etisk set uheldig adfærd.

Virksomhedens politikker for CSR eller miljøpåvirkning kan på længere sigt gavne dens konkurrenceevne, men kan også på kort sigt virke negativt ved de fravalg, der foretages. Dog kan den langsigtede effekt mindskes, hvis mange virksomheder følger trop; Forbrugere, medier og andre interessenter påvirker ved deres valg, omtale og aktioner i stadig større grad mange virksomheder på bundlinjen. Brugen af CSR og evt. ny teknologi i relation til miljø mv. kan få virksomheden til at fremstå som bedre ledet og mere innovativ til gavn for dens værdi.

EIRIS analysen nævner, at ved at benytte etiske retningslinjer, vil en investor eller et pensionsinstitut udelukke enkelte virksomheder eller brancher, hvilket fører til et mindre investeringsunivers. Dette kan have en negativ betydning for investeringsrisikoen, men vil sjældent have stor betydning på sigt, så længe universet ikke bliver for smalt. På den anden side kan det have betydning for investeringsresultaterne på kort sigt, hvis de etiske virksomheder periodevis klarer sig dårligere eller bedre end f.eks. et indeks af investeringer uden eksplicitte hensyn til etik.

En undersøgelse, der går mere i dybden med afkast og sammensætning af etiske investeringer, er Meir Statman's<sup>6</sup> analyse af fire amerikansk baserede etiske investeringsindeks over for resultaterne af S&P 500. Der undersøges en periode fra medio 1990 til primo 2004. Statman finder, at de etiske indeks over hele perioden klarer sig bedre end benchmark situationen (S&P 500). Resultatet er dog ikke signifikant og varierer mellem de fire etiske indeks. Ligeledes viser undersøgelsen, at der er forskelle i resultaterne inden for perioden, hvilket kan afspejle de forskellige aktietyper, som indeksene indeholder. Dog viser artiklens resultater også, at der ikke er store forskelle mellem de aktier, der indgår i de etiske fonde, og i S&P 500. Dette understøtter, at det kun er et mindre antal selskaber, der forsvinder ud af investeringsuniverset pga. etiske hensyn.

Som de fremgår af figur 2 på næste side, benytter flere pensionsinstitutter, primært de overenskomstbaserede arbejdsmarkedspensioner, sig af screeningsbureauer til vurdering af virksomhederne. Dette gælder både til negativ screening ved fravalg af investeringsmuligheder og positiv screening ved tilvalg af bestemte virksomheder. Dog er der forskelle mellem pensionsinstitutterne i brugen af screeningselskaber. Screening er nærmere uddybet i næste afsnit.

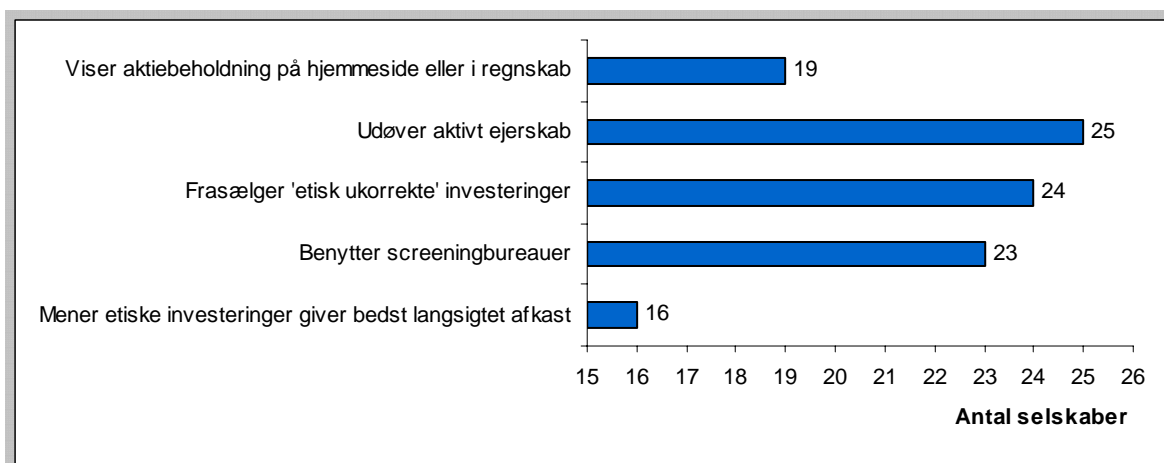
---

<sup>4</sup> EIRIS: Ros Havemann & Peter Webster, Does Ethical Investment Pay?, EIRIS, 1999

<sup>5</sup> Nadja. Guenster et al, The Economic Value of Corporate Eco-Efficiency, RSM Erasmus University, 2005

<sup>6</sup> Meir Statman, Socially responsible indexes: Composition, performance and tracking errors, Santa Clara University, 2005

Figur 2: Holdninger og procedurer vedrørende etiske investeringer



Note: Figuren viser, om pensionsinstitutterne på hjemmesider og i årsberetninger tilkendegiver de nævnte holdninger. Det er ikke ud fra figuren muligt at konkludere, om de resterende selskaber stiller sig anderledes end de i figuren medtagne selskaber. Dvs. om de f.eks. udøver aktivt ejerskab, selv om de ikke skriver det på hjemmesider og i årsberetninger.

Kilde: F&P

Det ses ligeledes af figuren ovenfor, at en del pensionsinstitutter vælger at engagere sig i de virksomheder, der investeres i. Dette giver muligheder for at påvirke virksomhedernes etiske politikker i retning af de vedtagne etiske retningslinjer, som pensionsinstituttet har opstillet. Men det kan også være nødvendigt at fravælge investeringer i virksomheder, der ikke lever op til retningslinjerne. Denne strategi benyttes af en række institutter, enten som første strategi eller efter en forgæves dialog.

Der synes at kunne observeres en tendens til, at de overenskomstbaserede ordninger samt ATP og LD oftere har udarbejdet egentlige etiske retningslinjer, end det er tilfældet for de øvrige pensionsinstitutter. Næsten 75 pct. af de undersøgte overenskomstbaserede pensionsinstitutter har udformet en mere eller mindre detaljeret SRI strategi, hvor der er taget stilling til konkrete områder og nævnes mere end blot overholdelse af national lovgivning og internationale konventioner. De øvrige pensionsinstitutter har ikke offentliggjort egentlige retningslinjer, men enkelte nævner kort, at de ved investeringer overholder lovgivning, konventioner og tager hensyn til miljøet og menneskerettigheder.

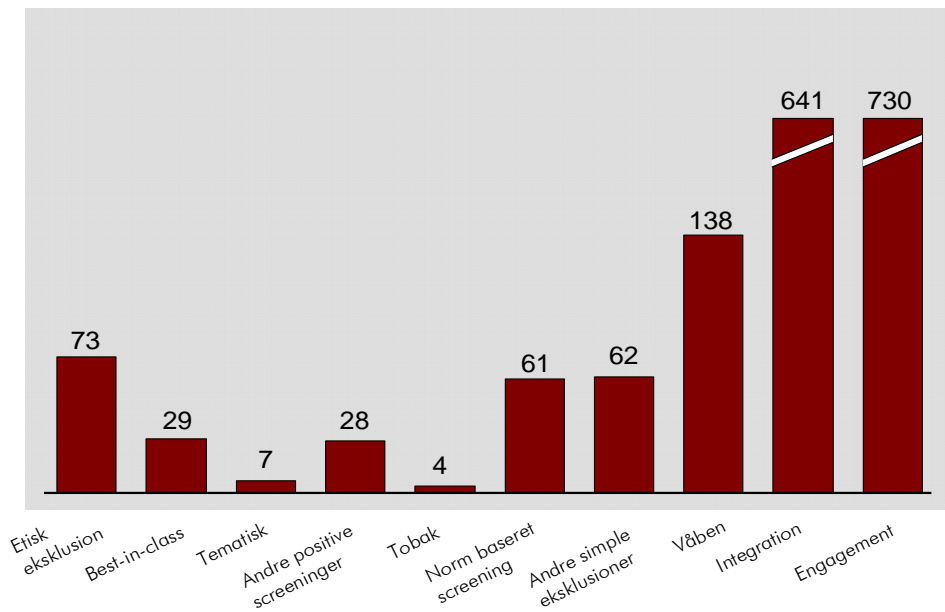
I relation til de danske selskabers udformning og brug af etiske retningslinjer er det interessant at se udviklingen i forskellige tilgange til SRI i Europa. Det fremgår af Eurosifs analyse af det Europæiske SRI marked, der er beskrevet i boksen på næste side.

## Brug af SRI i Europa

Ser man på brugen af forskellige SRI tilgange i Europa (dog uden Skandinavien) som analyseret af Eurosif<sup>7</sup> (the European Social Investment Forum), var der en stor brug af bl.a. "engagement" (at investor involverer sig aktivt for at få en virksomhed til at tilpasse sig etiske hensyn), "integration" (at ESG integreres i den almindelige finansielle analyse) og screening for våben. Dette kan ses af figuren nedenfor, hvor SRI investeringerne er fordelt på forskellige SRI tilgange.

Figur 3

SRI i Europa, december 2005, mia. EURO



Note: Data er indsamlet ved spørgeskemaer udsendt til fondsforvaltere i de enkelte lande, hvor de har besvaret både kvalitative og kvantitative spørgsmål. Disse data er efterfølgende bearbejdet af Eurosif i samarbejde med de nationale SIF's (Social Investment Forums). Det bemærkes, at denne metode kan give inkonsistente svar, hvis ikke alle fondsforvaltere forstår f.eks. tilgangene 'integration' og 'engagement' ens. Tilsvarende er der et vist overlap mellem strategierne. Kilde: Eurosif

Eurosif har i 2006 udgivet deres anden undersøgelse af brugen af SRI i Europa. De finder frem til, at de samlede aktiver under SRI forvaltning ved udgangen af 2005 udgør over 1.000 mia. EURO. Dette tal er dog uden Skandinavien, og dermed også de store svenske AP fonde (ap1.se, ap2.se ....., ap7.se) samt den norske stats pensionsfond. Eurosif opdeler SRI markedet i hhv. en kerne SRI strategi (105 mia. EURO) og en bred SRI strategi, der dækker al SRI.

Brugen af kerne SRI strategien domineres af få store aktører i de enkelte lande med Holland som førende bl.a. på grund af PGGM's ledende rolle (pggm.nl) efterfulgt af UK. I sidstnævnte land benyttes primært etisk baseret eksklusion som redskab, mens det kontinentale Europa oftere benytter best-in-class metoden (at sociale, miljømæssige eller etiske retningslinjer benyttes til at udvælge de selskaber, der bedst opfylder opstillede krav på udvalgte områder). Går man til den brede SRI strategi, benyttes simpel screening de fleste steder, men igen af relativt få aktører i de enkelte lande. Derimod er "engagement" og "integration" vidt benyttet og den fremherskende metode, hvor specielt UK er langt fremme.

<sup>7</sup> Eurosif, European SRI Study 2006, [www.eurosif.org](http://www.eurosif.org)



"Engagement" benyttes mest på de nationale og det europæiske investeringsmarked, men også internationalt. Et væsentligt spørgsmål her er dog, i hvilket omfang "engagement" strategien indeholder flere forskellige SRI elementer, eller om den mere benyttes i forbindelse med "corporate governance" påvirkning. Eurosif vurderer, at de to strategiers succes skyldes, at investorerne føler, at de passer godt ind i de forskellige lovkrav om bedst muligt afkast, samtidig med at de passer godt til mere traditionelle finansielle analysemetoder.

Kerne SRI strategien indeholder etisk baseret eksklusion af virksomheder ud fra forskellige kriterier; positiv screening for virksomhedernes CSR strategier; best-in-class og tematisk screening med fokus på f.eks. vandforbrug, energiudledning mv. Udover kerne SRI strategien indeholder den brede SRI strategi også: norm baseret screening for overholdelse af f.eks. FN konventioner mv.; simpel eksklusion af hele brancher som tobaksindustrien og våbenproduktion; "engagement"; og "integration".

Eurosif finder, at kerne SRI strategien er steget med 71 pct. siden den seneste undersøgelse i 2003. Selvom denne strategi stadig er en niche tilgang, spås den et stort vækstpotentiale, og stadig flere institutionelle investorer benytter den. Den brede SRI strategi er derimod steget med 106 pct. Det europæiske brede SRI marked estimeres til at udgøre 10-15 pct. af de samlede europæiske fonde under forvaltning og er langt overvejende drevet af institutionelle investorer, som forvalter 94 pct. af aktiverne, der indgår i undersøgelsen.

## 8. SRI strategiens udformning

Når pensionsinstitutterne skal udforme en SRI strategi, er det nødvendigt at finde frem til de kriterier, som skal ligge til grund for tilvalg og fravalg af sektorer og selskaber. Det kan både være overordnede kriterier som overholdelse af gældende national lovgivning og internationale konventioner. Man må dog formode, at dette krav stilles til alle investeringer, om ikke andet vedrørende overholdelse af den lovgivning, som virksomheder, der investeres i, er underlagt.

Det specifikke indhold af en SRI strategi varierer mellem de forskellige pensionsinstitutter og stiller forskelligartede krav til de virksomheder, der potentielt investeres i. Som nævnt i afsnittet ovenfor har nogle pensionsinstitutter desuden valgt ikke at have en egentlig SRI strategi, men er i stedet opmærksom på informationer om manglende etisk adfærd hos de virksomheder, de investerer i.

Ligeledes er der forskelle mellem pensionsinstitutterne med hensyn til, hvordan virksomheder, der ikke lever op til retningslinjerne, skal behandles. Har pensionsinstituttet foretaget en investering, der senere viser sig ikke at leve op til SRI strategien, kan pensionsinstituttet enten sælge aktieposten i virksomheden eller engagere sig i virksomheden og prøve at ændre dens adfærd. I den forbindelse vælger nogle pensionsinstitutter at have frasalg af en investering som sidste mulighed efter at have forsøgt en dialog med virksomheden.

### **Områder der kan omfattes**

Indholdet af en SRI strategi kan f.eks. vedrøre:

- Overholdelse af konventioner i forbindelse med menneske- og arbejdstagerrettigheder, børnearbejde, miljøforhold, korruption mv.
- At undlade at investere i virksomheder i lande, som er genstand for en handelsblokade vedtaget af FN, EU og tiltrådt af Danmark
- At undlade at investere i virksomheder, der producerer eksempelvis våben eller tobak
- At undlade at investere i virksomheder, der er forbundet med ulovlig eller væsentlig miljøbelastning
- At vælge at investere i virksomheder, der har en særlig etisk profil, hvad enten det er i sit produktvalg, produktionsmetode el. lign.

---

<sup>9</sup> Red Barnet: V. Vinther & B. Kabel, Børnearbejde - politik-papir, april 2002

Når et pensionsinstitut mener, at dens etiske investeringsprofil er forenelig med en målsætning om at sikre størst muligt afkast, kan det være væsentligt at overveje, hvordan pensionselskabets etiske ageren påvirker det samfund, virksomhederne virker i. Hvis pensionselskaberne med hensyn til f.eks. børnearbejde ukritisk fravælger at investere i virksomheder, der på nogen måde beskæftiger børn, kan man risikere, at børnene bliver drevet ud i endnu værre situationer for at tjene til eget og familiens nødvendige forbrug.

### Børnearbejde - et eksempel på udfordringerne i en etisk investeringsprofil

Et område, som har stor bevågenhed, er børnearbejde. Det er formentlig en udpræget opfattelse, at virksomheder, der i stor stil gør brug af børnearbejde i stedet for voksen arbejdskraft, bør fravælges af etiske årsager.

Men børnearbejde kan være et væsentligt element i familiernes forsørgelsesgrundlag i U-lande. Det kan være nødvendigt for familierne, at børn kan bidrage til husholdningen. Der er set mange eksempler på, at vestlige virksomheders forsøg på at beskytte børn, f.eks. ved at tvinge underleverandører til ikke at beskæftige børn på deres fabrikker, har sat børnene og deres familier i en endnu værre situation.

I en etisk guide fra Red Barnet hedder det derfor: "Børnearbejdernes velfærd må altid have topprioritet, når man overvejer indgreb mod børnearbejde. At fyre børn uden at have været i kontakt med dem og uden at tilbyde dem og deres familier alternative forsørgelsesmuligheder, er et fundamentalt brud på FN's børnekonvention".

Red Barnet kan derfor *ikke* anbefale et komplet forbud mod børnearbejde, men foreslår en dialog med virksomheder, der har børn ansat. Derved kan børnenes situation belyses bedst muligt, og det kan undgås, at der skrives til handling på et usikkert grundlag. Efter et indgreb mod børnearbejde skal børnene som hovedregel stilles bedre. Dette kan være ved adgang til skolegang, samtidig med at arbejdstiden reduceres, så det er muligt for barnet at deltage i undervisningen. Det er derfor stadig væsentligt at bevare barnets livsgrundlag.

UNICEF definerer to kategorier af børnearbejde. *Child work* er arbejde, som ikke negativt påvirker barnets helbred, udvikling og uddannelse, og dermed der kan siges at være gavnligt, mens *Child labour* er arbejde, der er skadeligt for barnet.

Som beskrevet af Red Barnet<sup>9</sup> kan en anden inddeling af arbejdsvilkår ske gennem "trafiklys": Rødt lys er arbejde, som er direkte skadeligt for barnets helbred og udvikling, og bør stoppes med det samme. Gult lys er arbejde, der potentielt kan være skadeligt for barnets helbred og udvikling eller risikofyldt, men uden nødvendigvis at være det. Grønt lys er arbejde, som ikke er skadeligt for barnets helbred og udvikling og måske ligefrem kan være gavnligt for barnets udvikling. Diskussionerne opstår om det gule lys, og her er det væsentligt at undersøge sagen nærmere, ligesom Red Barnet finder det vigtigt at høre børnene.

For at kunne foretage en reel vurdering af virksomhedernes håndtering af børnearbejde, er det derfor nødvendigt at anlægge en nuanceret og flersidig tilgang. Områder, som bør inddrages, er f.eks. i hvilket omfang børnene har mulighed for skolegang, hvorvidt arbejdet kan være sundhedsskadeligt, og hvorvidt det bidrager til familiens forsørgelse.

### Til- og fravalg

De etiske retningslinjer kan indebære, at der foretages positive tilvalg af investeringer inden for områder, der anses for at være særligt forsvarlige i en SRI sammenhæng. Det kan eksempelvis være et tilvalg af virksomheder, der bestræber sig på at tage særlige miljømæssige hensyn.

Retningslinjerne kan også indebære, at virksomheder, der ikke opfylder givne krav, enten fravælges, eller at der indledes en dialog med virksomheden for at rette op på de forhold, der giver anledning til kritik.

#### **Positive tilvalg af investeringer inden for miljøvenlig energi**

Som et eksempel på positiv screening har pensionskasserne tilknyttet PKA som en del af de etiske retningslinjer, at der aktivt skal arbejdes på, at der foretages investeringer, hvor der er sammenfald mellem økonomiske og etiske hensyn. Et af de områder, hvor der er mulighed for dette, er inden for miljøvenlig energi. Dette er især tilfældet indenfor unoterede aktier, hvor investeringer kan foretages i fonde med fokus på ren energi.

Eksempler på dette er investeringer i fonde, der fokuserer på teknologier inden for vedvarende energi, brændselsceller, biobrændsel, samt løsninger, der kan erstatte eller forbedre effektiviteten af eksisterende energiformer. Herudover er der i både USA og Europa foretaget investeringer i fonde, der fokuserer på selskaber eller projekter inden for miljøvenlig energi som eksempelvis vind- og solenergi, vandkraft, biomasse og ren kulraft. Ved traditionelle kraftvarmeværker og kraftværker foretager fondene udelukkende investeringer, hvis der er tale om værker med miljøvenlige teknologier.

Med udgangspunkt i pensionskassens etiske retningslinjer vurderes de selskaber, man overvejer at investere i eller har i søgelyset, for overholdelse af de etiske retningslinjer. Allerede foretagne investeringer holdes der ligeledes løbende øje med. Hvis en foretagen investering ikke lever op til fastsatte etiske krav, kan pensionsinstituttet vælge mellem to sanktionsmuligheder: fravalg af investeringen og dialog med virksomheden – en engagement strategi som beskrevet senere i dette afsnit. Dialogen vælges for at påvirke virksomheden til at ændre adfærd i retning af pensionsinstituttets etiske retningslinjer. Succesen af denne strategi afhænger bl.a. af, hvor væsentlig en investor pensionsinstituttet er i den givne virksomhed. Er det ikke muligt at påvirke virksomheden i tilstrækkelig grad, kan et fravalg af investeringen blive nødvendig.

Udover at pensionsinstituttet selv overvåger sine aktuelle og potentielle investeringer, så er det også muligt at indgå aftaler med screeningsbureauer, der jævnligt udarbejder rapporter til pensionsinstituttet om investeringsuniverset. I samarbejdet med screeningsbureauerne lægges der vægt på, at de investorer, der benytter deres service, selv er med til at fastlægge inden for hvilke etiske områder, der skal screenes.

#### **Screeningsbureauer**

Screeningsbureauer er specialiserede virksomheder, der indgår aftaler med investorer - herunder flere danske pensionsinstitutter - om at overvåge virksomheders overholdelse af etiske retningslinjer. Et pensionsinstitut indgår aftale med et screeningsbureau om de kriterier, der skal screenes for, og om de virksomheder, der skal overvåges. Screeningsbureauet udarbejder med jævne mellemrum rapporter til pensionsinstituttet, der herefter selv vurderer, om virksomhederne efterlever deres etiske regelsæt, eller om der er grund til at foretage foranstaltninger over for virksomhederne. Ansvar for vurderingen af overholdelsen af det etiske regelsæt ligger hos pensionsinstituttet.

Anvendelsen af screeningsbureauer er især blevet stimuleret af den stigende interesse i danske pensionsinstitutter for at investere i udenlandske virksomheder, hvor det kan være vanskeligt for det enkelte pensionsinstitut selv at overvåge overholdelsen af et sæt etiske retningslinjer. Screeningsbureauer er derfor et middel til at sikre konsistente SRI vurderinger af virksomheder.

Screeningsbureauerne har udviklet særlige screeningsprogrammer, som kan undersøge en række virksomheder for overholdelse af etiske og miljømæssige forhold, såsom brug af dyreforsøg, miljøpåvirkning, overholdelse af menneskerettigheder, engagement i våbenproduktion mv. Disse screeninger kan bruges direkte af pensionselskaberne i deres valg af de virksomheder, de ønsker at investere i.

En metode til at sikre, at fremtidige investeringer overholder en opstillet etisk profil, kan være udarbejdelse af en negativliste over virksomheder, som pensionsinstituttet ikke må investere i, samt eventuelt en observationsliste med de selskaber, som anses for problematiske i forhold til SRI strategien, og som derfor skal undersøges nærmere. Hvis pensionsinstituttet gør brug af eksterne investeringspartnere, er det væsentligt løbende at holde disse orienteret om ændringer i listerne.

Der er flere tilgange til valg af SRI strategi og konkrete etiske investeringer. Her beskrives de fire mest anvendte tilgange nærmere: negativ screening, "best in class", positiv screening og "engagement".

### **Negativ screening**

Negativ screening benyttes til at undersøge og udelukke virksomheder fra en investors investeringsmuligheder, hvis virksomheden ikke lever op til de fastsatte etiske retningslinjer, f.eks. vedrørende børnearbejde eller miljøforhold.

### **Best in class**

Ved "best in class"-tilgangen benyttes sociale, miljømæssige eller etiske retningslinjer til at udvælge de selskaber, der inden for deres egen kategori bedst opfylder opstillede krav på udvalgte områder. Det kan være inden for en bestemt branche, eller det kan være en udvælgelse, der tager højde for, at det finansielle afkast skal være som på markedet generelt, samtidig med at der inddrages etiske hensyn.

### **Positiv screening**

Ligesom man kan foretage en negativ screening for at undgå visse investeringer, er det også muligt at fokusere på virksomheder, der gør noget ekstra for miljø, arbejdstagerforhold eller lignende i forhold til gældende lovgivning og konventioner. Det kan være investeringer i bestemte sektorer, som arbejder med forbedringer af f.eks. miljøet. Ligeledes kan det være virksomheder, der producerer miljøvenlig teknologi, herunder indenfor energi som beskrevet i eksemplet ovenfor.

### **Engagement**

"Engagement"-tilgangen er udtryk for, at investor involverer sig aktivt for at få en virksomhed til at tilpasse sig etiske hensyn. Gennem en dialog tilsigtes det at få en given virksomhed til at ændre adfærd, således at konkrete etiske retningslinjer imødekommes.

### **Investorengagement i praksis: ATP, LD og Aarhus Universitets Forskningsfonds dialog med Cheminova**

I sommeren og efteråret 2006 kom Cheminova i mediernes søgelys for salg af sprøjtemidler i Indien og Brasilien, og det medførte en ganske betydelig interesse fra politisk side. De 3 største aktionærer i Cheminovas moderselskab (Auriga Industries) - ATP, LD og Aarhus Universitets Forskningsfond - gik både individuelt og i fællesskab i dialog med Cheminova.

Grundlaget var FAO's International Code of Conduct on the Distribution and Use of Pesticides, der er udarbejdet i et samarbejde mellem branchen og FAO. Retningslinjerne er især rettet mod lande, hvor national lovgivning ikke vurderes at være tilstrækkelig til at sikre brugernes helbred. "Code of Conduct" beskriver bl.a., at salg og håndtering af særligt farlige sprøjtemidler mv. (klasse 1) skal undgås til u-lande, hvor de ikke kan håndteres med en acceptabel risiko for brugeren.

Cheminova sælger primært sine klasse 1 sprøjtemidler i udviklede lande og har reduceret andelen betydeligt de seneste år. Dele af produktionen bliver dog solgt i landbrugs u-lande såsom Indien og Brasilien. Den negative omtale i medierne, det politiske pres, samt ATP, LD og Aarhus Universitets Forskningsfonds dialog med Cheminova medførte, at Cheminova valgte at udfase klasse 1 produkterne i form af en udspecificeret tidsplan med deadlines for de berørte produkter, og selskabet har desuden afskåret sig fra at introducere klasse 1 produkter i u-lande i fremtiden.

Cheminova er blevet kritiseret for ikke at udfase produkterne hurtigt nok. Fra de 3 investorers side har der været opbakning til Cheminovas udfasningsplan, som angiver senest mulige tidspunkt for udfasning, men at det skal ske før, hvis det er muligt. Cheminova arbejder på at introducere mindre giftige alternativer, og bliver de klar før forventet, vil de erstatte klasse 1 produkterne, og udfasningsplanen vil blive fremskyndet. Et umiddelbart stop for salg af Cheminovas klasse 1 produkter ville medføre risiko for, at salget ville blive overtaget af andre leverandører med lignende klasse 1 produkter, og man derfor ikke ville opnå, at de blev erstattet af mindre giftige alternativer. Det er naturligvis vigtigt at understrege, at der stadig er meget arbejde at gøre, idet udfasningen af klasse 1 produkterne skal implementeres i de kommende år.

### ***"Engagement fora" og ekstern forvaltning***

Når et pensionsinstitut vælger at følge en engagement strategi, kan der være problemer med at trænge igennem over for virksomheder, hvor instituttet kun har små aktiebeholdninger. Dette vil specielt være tilfældet, hvis et pensionsinstitut har mindre investeringer i flere større udenlandske virksomheder.

Som eksemplet nedenfor viser, kan det være nødvendigt at indgå samarbejder med eksterne parter for at udøve et aktivt ejerskab. Det kan både øge muligheden for at blive hørt, og det kan gøre det praktisk muligt for pensionssekskabet at engagere sig i sine investeringer.

Ud over muligheden for at pensionssekskabet kan købe sig til bistand i arbejdet med at være en aktiv investor, er det også muligt via forskellige "engagement fora" at indgå i samarbejder med andre investorer for at påvirke de selskaber, der investeres i og ad den vej arbejde for fælles etiske holdninger. Et sådan eksempel er det globale netværk (Engagement Clearinghouse), som UN PRI's sekretariat har dannet, og som underskrivere af UN PRI (UN Principles for Responsible Investment), har adgang til. UN PRI er nærmere beskrevet senere i dette afsnit. Her har investorerne mulighed for at erfaringsudveksle både politisk og virksomhedsspecifikt i arbejdet med at investere etisk og med at promovere de etiske principper. Underskriverne har bl.a. brugt netværket til at finde andre investorer for sammen at gå i dialog med bestemte virksomheder om etiske problemstillinger.

## Aktivt ejerskab med ekstern bistand

Pensionskasserne tilknyttet PKA har aktiebeholdninger i ca. 2.200 udenlandske selskaber. Disse beholdninger ligger alle i porteføljer, som bliver forvaltet af eksterne managers. Ressourcemæssigt er det ikke muligt for PKA at stemme på generalforsamlinger i alle udenlandske selskaber. PKA har derfor indgået aftale med en udenlandsk konsulentvirksomhed, som stemmer på PKA's vegne. Dette gøres med udgangspunkt i en række principper for corporate governance og etik. Af disse kan blandt andet nævnes følgende:

### Selskabets formål

Det overordnede formål for en virksomhed skal være over tid at optimere afkastet til aktionærerne. For at leve op til dette formål skal bestyrelsen udvikle og implementere en strategi for virksomheden, som skaber værdi for aktionærerne på langt sigt.

At lede en virksomhed i aktionærernes langsigtede interesse stiller krav om at håndtere succesfulde og produktive samarbejder med alle stakeholders, herunder ansatte, leverandører og kunder, og hvor der tages passende hensyn til disses interesser. Herudover skal virksomheden agere etisk korrekt og tage hensyn til miljøet og samfundet som helhed. Givet virksomhedens overordnede formål, er bestyrelsen dog ultimativt ansvarlige overfor dens aktionærer.

### Aktionærernes rettigheder

Virksomhederne skal lette og beskytte udøvelsen af aktionærernes rettigheder, herunder minoritetsaktionærer og udenlandske investorer. Fundamentale rettigheder er blandt andet retten til at få tilstrækkelig information samt til at deltage og stemme på generalforsamlinger.

### Bestyrelsen

Bestyrelsen skal sikre en tilfredsstillende dialog med aktionærerne. Bestyrelsen skal håndtere succesfulde og produktive relationer med selskabets stakeholders, og hvor det er passende at tage deres interesser i betragtning.

### Socialt, etisk og miljømæssigt ansvar

Selskaber skal effektivt håndtere deres forhold til ansatte, leverandører, kunder og andre, som har en berettiget interesse i deres aktiviteter. Social, etisk og miljømæssig ansvarlig opførsel betragtes som en del af ledelsesprocessen med henblik på at maksimere langsigtet værdi for aktionærerne. Selskaber har ikke grænseløse sociale, etiske og miljømæssige forpligtelser.

Virksomheder tilskyndes til at leve op til internationalt anerkendte retningslinjer og principper omkring socialt, etisk og miljømæssigt ansvar.

PKA modtager løbende rapportering om stemmeafgivelsen, ligesom særlige tilfælde diskuteres med konsulentvirksomheden. PKA har herudover mulighed for at gøre opmærksom på problemstillinger i enkelte selskaber, f.eks. relateret til miljø, som konsulentvirksomheden herefter kan diskutere med de pågældende selskaber.

## Hvor langt kan man gå?

SRI strategien kan eksempelvis indeholde forbud mod eller begrænsninger på investeringer i hele brancher, såsom våbenindustrien eller tobaksindustrien. Hvis et pensionsinstitut vælger et sådant skridt, er det vigtigt, at der ikke sker en væsentlig indsnævring af det mulige investeringsunivers. Hvis - i dette tilfælde - tobaks- og våbenindustrien udgør en betydelig del af det mulige investeringsrum, kan fravalg af disse industrier af etiske årsager indebære, at det ikke er muligt samtidig at opfylde lovens krav om at søge at opnå størst muligt afkast. Det er et problem, såfremt for mange brancher eller sektorer på forhånd vælges fra.

Vurderingen af den etiske profil hos potentielle investeringsobjekter kan gå på, om både en given virksomhed selv og dens underleverandører lever op til pensionsinstitutts SRI profil. Det er imidlertid i praksis ganske vanskeligt at udstrække en given etisk investeringspolitik til at omfatte en virksomheds underleverandører og underleverandørers underleverandører osv. Der er praktiske grænser for rækkevidden af den etiske profil, et pensionsinstitut kan søge at sikre.

For at imødegå bl.a. dette problem kan pensionsinstituttet vælge at opstille bagatelgrænser for problematiske områder hos virksomheder og deres underleverandører mv. Det kan f.eks. gælde investeringer i en virksomhed, der producerer komponenter, som kan benyttes i både hverdagsprodukter og i våben. Flere pensionsinstitutter har valgt at indføre en bagatelgrænse på f.eks. 5 pct. af virksomhedens omsætning for nogle af de områder, SRI strategien problematiserer. Der vil dog ofte være specifikke områder, hvor tolerancegrænsen er nul. Dette kan være produktion af klyngebomber, landminer og lignende.

Ofte vurderes det, at industrier som våben og tobak udgør en mindre del af det samlede investeringsunivers, og at disse konkrete industrier formentlig giver et afkast på linie med andre brancher på langt sigt. Derfor vurderes fravalg af disse områder ikke at udøve en negativ indflydelse på forvaltningen af medlemmernes pensionsmidler. Dog er det her igen vigtigt at have øje for underleverandør problematikken. Arbejdes der ikke med bagatelgrænser eller lignende, kan investeringsuniverset således blive reduceret mærkbart.

Flere pensionsinstitutter vælger at overlade hele eller dele af deres investeringsforvaltning til specialiserede eksterne parter. Her er de ovennævnte problemstillinger om fravalg og bagatelgrænser ligeledes gældende. Det er derfor også væsentligt at sikre overholdelsen af de etiske retningslinjer, når den daglige investeringspleje er henlagt til eksterne forvaltere. Det er pensionsinstitutternes ansvar at være opmærksomme på dette. Screening benyttes ofte i den forbindelse.

Det kan derimod være vanskeligt at sikre overholdelsen af et sæt etiske retningslinjer, når et pensionsinstitut investerer sammen med andre. Problemet opstår, hvis de forskellige investorer ikke har samme holdninger til etik i forbindelse med investeringer.

#### Kan internationale retningslinjer bruges?

I vurderingen af overvejelser af etisk karakter som menneske- og arbejdstagerrettigheder, miljøforhold, korruption, børnearbejde mv., vil det umiddelbart være naturligt at tage udgangspunkt i FN's og ILO's centrale konventioner på områderne, eftersom de kan være retningsgivende for en gennemsigtig og acceptabel adfærd.

Virksomheder, der ikke overholder disse konventioner og den nationale lovgivning, der er baseret på konventionerne, må man herefter overveje at udelukke fra investeringsuniverset, såfremt det overordnede formål om et størst muligt risikoafvejset afkast er overholdt.

FN's centrale konventioner er primært møntet på stater og ikke virksomheder. FN har derfor udformet et frivilligt regelsæt benævnt FN's Global Compact, der er rettet mod virksomheder, og som indeholder de samme centrale elementer som de grundlæggende konventioner. Global Compact er dog karakteriseret ved at vægte virksomhedernes arbejde i forhold til de grundlæggende konventioner mere end en stringent overholdelse af konventionerne.

Nogle pensionsinstitutter har valgt at anvende Global Compact som grundlag for udmøntning af instituttets etiske retningslinjer.

## FN's Global Compact

FN introducerede i år 2000 et sæt principper, der er specifikt rettet imod virksomheder med internationale aktiviteter, men som stadig indeholder de samme centrale elementer som de grundlæggende konventioner.

Principperne er baseret på følgende:

- Verdenserklæringen om Menneskerettigheder
- Den Internationale Arbejdsorganisations (ILO) deklaration om fundamentale arbejdstagerrettigheder
- Rio-deklarationen om miljø og udvikling

Ud fra disse konventioner har FN udledt 10 centrale principper, som tilsammen kaldes "Global Compact".<sup>10</sup>

Virksomheder skal i henhold til disse principper:

- 1) støtte og respektere de internationalt erklærede menneskerettigheder
- 2) sikre, at de ikke er medskyldige i brud på menneskerettigheder
- 3) opretholde medarbejdernes ret til at organisere sig og anerkende medarbejdernes ret til kollektive forhandlinger
- 4) aktivt kæmpe mod børnearbejde
- 5) aktivt kæmpe mod alle former for tvangsarbejde
- 6) afskaffe diskrimination på arbejdspladsen
- 7) støtte forebyggende tiltag i forhold til de miljømæssige udfordringer
- 8) tage initiativer til at fremme større miljømæssig ansvarlighed
- 9) støtte udvikling og spredning af miljøvenlige former for teknologi
- 10) arbejde imod korruption i alle dens former, herunder afpresning og bestikkelse

Virksomheder har mulighed for at skrive under på, at de lever op til principperne, hvilket et stort antal virksomheder har gjort siden introduktionen i 2000. En virksomhed kan dog godt leve op til principperne uden at have skrevet under på dem.

I 2005 samlede FN's generalsekretær Kofi Annan en række af de største internationale institutionelle investorer for at udarbejde et sæt globale "best-practice" principper for responsible investment (RI). Der blev taget udgangspunkt i FN's "Global Compact" initiativ med sigte på, at skabe en række brugbare og langsigtede principper til at integrere ESG i de vanlige investeringsprocedurer under hensyntagen til lovgivningsmæssige krav til investorerne. Resultatet blev UN PRI (UN Principles for Responsible Investment).

---

<sup>10</sup> Egen oversættelse



### UN PRI's seks principper

UN PRI har en formålsparagraf, som de institutionelle investorer skal overholde. Denne er gengivet herunder, som den fremgår af principperne.<sup>11</sup> Dernæst følger de seks principper.

Vi har som institutionelle investorer en forpligtelse til at handle i vore begunstiges bedste interesse på langt sigt. I kraft af denne betroede rolle mener vi, at emner der relaterer sig til miljø, sociale aktiviteter og governance (ESG) kan påvirke en investeringsporteføljes resultater (i forskellig grad alt afhængig af hvilken virksomhed, sektor, region, kategori samt tidsperiode der er tale om.) Vi anerkender også, at anvendelsen af disse principper kan medvirke til, at investorerne i højere grad handler i overensstemmelse med samfundets bredere målsætninger. Vi forpligter os hermed til følgende:

1. Vi vil inkorporere ESG-relaterede emner i investeringsanalyser og beslutningsprocesser.
2. Vi vil udøve aktivt ejerskab og inkorporere ESG-relaterede emner i vores ejerskabspolitik og praksis.
3. Vi vil søge at få relevant information omkring ESG-relaterede emner af de virksomheder, vi investerer i.
4. Vi vil fremme accept og implementering af principperne i investeringsbranchen.
5. Vi vil samarbejde om at øge vores effektivitet i forbindelse med implementeringen af principperne.
6. Vi vil hver især rapportere om aktiviteter og fremskridt i forbindelse med implementeringen af principperne.

I kraft af vores underskrivelse af principperne forpligter vi os som investorer til at vedtage og implementere disse. Vi forpligter os også til at evaluere effektiviteten af og forbedre indholdet af principperne på længere sigt. Vi mener, at dette vil forbedre vores evne til at leve op til vore forpligtelser overfor vore begunstige og gøre os i stand til bedre at afstemme vore investeringsaktiviteter med samfundets bredere interesser.

Til principperne findes en række spørgsmål og svar (se [www.unpri.org](http://www.unpri.org)) om hvad formålet er med principperne, hvordan de kan implementeres, hvordan de vil påvirke investorernes daglige arbejde, hvilke krav der stilles til underskriverne af principperne m.v.. Her fremgår det bl.a., at aktørerne bag principperne mener, at institutionelle investorer har et særligt ansvar for at tænke alle aspekter - herunder ESG - ind i investeringsbeslutningen. Ligesom de mener, at det netværk af investorer, der er bag principperne, vil medføre muligheder for at samarbejde bedre om etiske aspekter samt reducere omkostningerne herved. Dette følger også af princippernes vægt på engagement, samarbejde og promovning af etiske overvejelser og principperne i sig selv.

### PGGM - et eksempel på brugen af UN PRI

PGGM er en Hollandsk pensionskasse for medarbejdere i social- og sundhedssektoren. Pensionskassen har mere end 1,9 millioner medlemmer og pensionister og en pensionsformue på ca. 70 mia. EURO. PGGM finder, at etiske investeringer giver et bedre afkast, og understøtter deres forpligtelse til at give det bedste afkast af pensionsformuen. Samtidig mener de også, at de som en pensionsfond har et særligt socialt ansvar, som ligeledes må udmøntes i investeringspolitikken.

Derfor har PGGM adopteret FN's "Principles for Responsible Investment" (PRI) som ramme for deres etiske engagement. Principperne er frivillige og kan benyttes med udgangspunkt i, at pensionselskabet som investor overholder sine lovgivningsmæssige afkastforpligtelser. Disse principper følges også af nogle danske pensionsinstitutter.

---

<sup>11</sup> Egen oversættelse

Ud fra de seks principper har PGGM bygget deres investeringspolitik op i 10 punkter. Disse omhandler bl.a. integrering af ESG i den langsigtede investeringsstrategi; dialog og aktivt ejerskab med de virksomheder, der investeres i; udvikling af en SRI strategi; og opfordring til implementering af etiske principper på nye markeder og hos eksterne fondsforvaltere. Opfølgningen på disse punkter er bl.a. sket ved at investere i etiske fonde, der arbejder med bæredygtige projekter; ved at samarbejde med andre investorer i Eumedion (en Hollandsk organisation for institutionelle investorer, der arbejder med god "corporate governance") for at udvikle "best practices"; ved at følge en aktiv "engagement" strategi; samt aktivt promovere PRI principperne internationalt.

Der findes også kriterier fra andre internationale organisationer, som kan benyttes ved udarbejdelse af etiske retningslinjer og vurdering af virksomheder. Det er bl.a. OECD's Principles of Corporate Governance, der bl.a. indeholder basale overvejelser om effektive corporate governance værktøjer, rettigheder og pligter for virksomhedernes aktionærer, åbenhed og gennemsigtighed, og bestyrelsesansvar. På samme vis er også OECD's Guidelines for Multinational Enterprises væsentlige. Deres primære mission er at opmuntre til ansvarlig forretningspraksis, styrke samarbejdet mellem regeringer og multinationale selskaber, og øge de multinationale selskabers bidrag til en bæredygtig udvikling.