



Fra samfunnsansvar til ansvarlig verdiskaping

*En kvalitativ studie av norske finansinstitusjoners
integrasjon av bærekraft i kapitalforvaltning*

Nikolai Belsvik og Ingrid Aashildrød

Veileder: Sven Arne Haugland

Masterutredning innen Strategi og ledelse

NORGES HANDELSHØYSKOLE

Dette selvstendige arbeidet er gjennomført som ledd i masterstudiet i økonomi- og administrasjon ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at Høyskolen eller sensorer inntår for de metoder som er anvendt, resultater som er fremkommet eller konklusjoner som er trukket i arbeidet.

Det er to ting som driver bærekraft fremover, det er nye ideer som løser problemene vi står overfor, også er det finansnæringen som skal støtte de gode ideene.

Monica Mee, Sustainability Specialist, Nordea

Abstract

The motivation for choosing sustainability in finance as a subject of the study is a need for significant financial flows towards sustainable solutions in order to reach the UN Sustainable Development Goals by 2030. As funding needs exceed available public funds, mobilization of private investments is critical. Sustainable development entails great responsibilities for institutional investors by having the power to influence which companies and projects receive financing, as well as how these companies are operated. This also involves substantial business opportunities. In this study we investigate how and why institutional investors in the Norwegian financial industry integrate sustainability in their asset management.

We have interviewed representatives from various parts of the Norwegian finance industry: banking, investment funds, and life and pension. Based on interviews and a document analysis, we identify four main drivers of sustainability integration. The four most important motivations for integration are risk, responsibility, value creation and requirements. Furthermore, we present a picture of how the financial industry is working with sustainability matters in practice. The tools used to integrate sustainability into asset management include negative screening, integration of ESG factors and impact investments. The stakeholder view constitutes the framework of the study. Salient stakeholders have an impact on integration of sustainability through expectations, dialogue and materiality analyses.

The study results in three configurations of sustainability integration: weak, moderate and strong. We present indicators for the different degrees of integration that encompasses motivations, stakeholders and work with sustainability. Several relevant connections between motivations and practice are identified, for instance that companies that are driven by value creation are increasingly engaged in active ownership and positive screening. While risk management as the main driver is an indicator of weak integration of sustainability, we find that value creation is an important driver among companies with strong integration. A further indicator of strong integration is a systematic stakeholder dialogue in order to identify the most material sustainability issues. In addition to the sustainability configurations, we present an analysis of the opportunities and challenges that sustainable development represents for firms in the financial industry. The study is relevant for the financial industry as a benchmarking tool, as well as an inspiration for institutions that wish to integrate sustainability to a greater extent. The findings may also be relevant to authorities as suppliers of regulatory premises, and for educational institutions that educate future employees to the financial industry.

Sammendrag

Bakgrunnen for studien er et behov for betydelige kapitalstrømmer mot formål som bidrar til bærekraftig utvikling for å nå FNs bærekraftsmål innen 2030. Ettersom finansieringsbehovet overstiger offentlig tilgjengelige midler er mobilisering av private investeringer kritisk. Bærekraftig utvikling medfører et stort ansvar for institusjonelle investorer siden de har makt til å påvirke hvilke selskaper og prosjekter som mottar finansiering, samt at de har innflytelse på hvordan selskaper drives. Utviklingen innebærer også store forretningsmuligheter. I denne oppgaven undersøker vi hvordan institusjonelle investorer i den norske finansbransjen integrerer bærekraft i kapitalforvaltning, og hvilke drivere som er sentrale i dette arbeidet.

Vi har intervjuet representanter fra ulike deler av den norske finansbransjen, herunder bank, investeringsfond, samt liv og pensjon. Basert på intervjuer og dokumentanalyse identifiserer vi fire hoveddrivere for integrasjon av bærekraft: risiko, ansvar, verdiskaping, og krav og etterspørsel. Videre danner vi et bilde av hvordan finansbransjen arbeider med bærekraft i praksis. Verktøyene som brukes for å integrere bærekraft i kapitalforvaltning er blant annet negativ og positiv screening, aktivt eierskap, integrasjon av ESG-faktorer og investeringer med bærekrafttema. Interessentperspektivet utgjør rammen for studien siden grunnlaget for å integrere bærekraft er at en virksomhet eksisterer for flere enn aksjonærene. Interessenter har betydning for arbeidet med bærekraft gjennom forventinger, dialog og vesentlighetsanalyser.

Studien resulterer i tre konfigurasjoner av integrasjon av bærekraft: svak, moderat og sterk. Vi presenterer indikatorer for de ulike gradene av integrasjon som går på tvers av drivere, interessenter og arbeid med bærekraft. Vi finner flere relevante sammenhenger mellom drivere og arbeid. Et av hovedfunnene er at selskaper som er drevet av verdiskaping i høyere grad engasjerer seg i aktivt eierskap og positiv screening. Mens risikoreduksjon som fremste driver er en indikator på svak integrasjon av bærekraft, finner vi at verdiskaping er en viktigere driver blant selskaper med sterk integrasjon. Disse selskapene gjennomfører en systematisk interessentdialog for å identifisere de mest vesentlige bærekraftsområdene. I tillegg til konfigurasjonene av bærekraft presenterer vi en analyse av hvilke muligheter og utfordringer bærekraftig utvikling innebærer for aktører i finansnæringen. Oppgaven er relevant for finansbransjen som et referansemål, og til inspirasjon for finansinstitusjoner som ønsker å integrere bærekraft i høyere grad. Funnene har videre relevans for myndigheter som leverandør av regulatoriske premisser, og for utdanningsinstitusjoner som utdanner fremtidige arbeidstakere til finansbransjen.

Forord

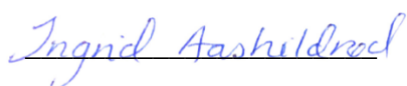
Fra vi startet idémyldringen høsten 2017 har målet vært å skrive en mulighetsorientert og nyttig oppgave som kan være et ledd i retningen av et mer ansvarlig næringsliv. Arbeidet med masterutredningen har vært både spennende og utfordrende. Vi har oppnådd en utvidet forståelse av både finansbransjen og bærekraft generelt. Dette er kunnskap vi selv vil ta med oss videre inn i arbeidslivet.

Vi vil rette en stor takk til veileder Sven Arne Haugland for et godt samarbeid med nyttige diskusjoner, konstruktive tilbakemeldinger og god støtte underveis i hele prosessen.

Vi vil også takke alle som har delt sin kunnskap med oss, både i forberedende samtaler og i intervjuer. Vi har opplevd et stort engasjement fra den norske finansbransjen på temaet bærekraft, og fått verdifull innsikt gjennom kontakt med engasjerte og kunnskapsrike representanter for ulike organisasjoner og institusjoner.

Vi håper at oppgaven kan være til nytte og inspirasjon i arbeidet mot en bærekraftig utvikling.

Bergen, 1. juni 2018



Ingrid Aashildrød



Nikolai Belsvik

Innholdsfortegnelse

<i>Sammendrag</i>	4
<i>Forord</i>	5
<i>Oversikt over figurer og appendiks</i>	9
Oversikt over figurer	9
Oversikt over appendiks	9
1. Innledning	10
2. Teori	13
2.1 Innføring i bærekraft	14
2.1.1 Historisk utvikling av konseptet bærekraft	14
2.1.2 Bærekraft i næringsliv.....	16
2.1.3 Bærekraft i finans	18
2.1.4 Svakheter i litteraturen	20
2.2 Finansielle instrumenter for bærekraft	20
2.2.1 Dagens finansieringssystem.....	20
2.2.2 Verktøy	21
2.2.3 Rammeverk og rapportering	23
2.2.4 Svakheter i litteraturen	24
2.3 Interessentteori	25
2.3.1 Definisjon og bakgrunn for interessentteori	25
2.3.2 Identifisering av interessenter	26
2.3.3 Vesentlighet	27
2.3.4 Svakheter i litteraturen	28
2.4 Oppsummering av teori	28
3. Modell	30
3.1 Drivere for integrasjon av bærekraft	30
3.2 Arbeid med bærekraft i kapitalforvaltning	31
3.3 Interessentperspektivet som ramme	33
3.4 Integrasjon av bærekraft	34
4. Metode	35
4.1 Forskningsdesign	35

4.1.1	Forskningsfilosofi	35
4.1.2	Forskningstilnærming	36
4.1.3	Forskningsmetode.....	36
4.1.4	Forskningsstrategi.....	37
4.2	Datainnsamling	37
4.2.1	Dokumentanalyse	37
4.2.2	Intervju.....	38
4.2.3	Utvalg	38
4.2.4	Fremgangsmåte.....	41
4.3	Dataanalyse	42
4.3.1	Tematisk analyse	42
4.3.2	Kodingsprosessen	42
4.3.3	Analyse av sammenhenger	43
4.4	Evaluering	43
4.4.1	Reliabilitet.....	43
4.4.2	Validitet	44
4.4.3	Etiske vurderinger.....	45
5.	Resultater	46
5.1	Drivere for integrasjon av bærekraft	46
5.1.1	Krav og etterspørsel	47
5.1.2	Risiko.....	47
5.1.3	Ansvar.....	49
5.1.4	Verdiskaping	50
5.2	Arbeid med bærekraft i kapitalforvaltning	51
5.2.1	Negativ screening	51
5.2.2	Positiv screening	52
5.2.3	Integrering av ESG-faktorer	53
5.2.4	Aktivt eierskap.....	54
5.2.5	Investeringer med bærekrafttema	56
5.2.6	Rapportering	59
5.3	Interessentperspektivet	61
5.3.1	Forventninger.....	61
5.3.2	Dialog	62
5.3.3	Vesentlighet	63
6.	Analyse.....	65
6.1	Svak integrasjon.....	66

6.1.1	Drivere for integrasjon av bærekraft.....	66
6.1.2	Arbeid med bærekraft	67
6.1.3	Betydning av interessentperspektivet	68
6.1.4	Nøkkellindikatorer	68
6.2	Moderat integrasjon	69
6.2.1	Drivere for integrasjon	69
6.2.2	Arbeid med bærekraft	70
6.2.3	Betydning av interessentperspektivet	71
6.2.4	Nøkkellindikatorer	71
6.3	Sterk integrasjon.....	72
6.3.1	Drivere for integrasjon	72
6.3.2	Arbeid med bærekraft	73
6.3.3	Betydning av interessentperspektivet	74
6.3.4	Nøkkellindikatorer	75
6.4	Oppsummering av integrasjon	75
6.5	Muligheter og utfordringer	77
6.5.1	Muligheter	77
6.5.2	Utfordringer	78
7.	Konklusjon.....	81
7.1	Svar på forskningsspørsmål og problemstilling.....	81
7.2	Implikasjoner	83
7.2.1	Praktiske implikasjoner.....	83
7.2.2	Teoretiske implikasjoner.....	84
7.3	Studiens begrensninger	85
7.4	Videre forskning	86
7.4.1	Drivere for integrasjon av bærekraft.....	87
7.4.2	Arbeid med bærekraft i kapitalforvaltning	87
7.4.3	Interessentperspektivet.....	87
Litteraturliste	89
Appendiks	95

Oversikt over figurer og appendiks

Oversikt over figurer

Figur 1. Oppbygging av teoridel	13
Figur 2. Fra tre pilarer (etter UN, 2002), til tre dimensjoner (etter Adams 2006)	15
Figur 3. Begrunnelse for bærekraftig finans, etter European Commission (2018a)	18
Figur 4. ESG-faktorer: Miljø, sosiale forhold og selskapsstyring	19
Figur 5. Konseptuell modell	30
Figur 6. Oppbygging av metodedel	35
Figur 7. Gruppering av utvalget	39
Figur 8. Utvalg etter type og forvaltningskapital	40
Figur 9. Drivere for integrasjon av bærekraft	46
Figur 10. Finansielle instrumenter for bærekraftig kapitalforvaltning	51
Figur 11. Kategorier under interessentperspektivet	61
Figur 12. Ulike grader av integrasjon av bærekraft	65
Figur 13. Oppsummering av integrasjon	75
Figur 14. Konseptuell modell med resultater fra tematisk analyse	81

Oversikt over appendiks

Appendiks 1. Oversikt over innledende samtaler	95
Appendiks 2. Mal for invitasjon til intervju	95
Appendiks 3. Intervjuguide	96
Appendiks 4. Oversikt over intervjuer	98
Appendiks 5. Oversikt over forvaltningskapital ved utgangen av 2017	99
Appendiks 6. Oversikt over rapporteringsstandarder og internasjonale retningslinjer	100
Appendiks 7. Utdrag fra dataanalyse	101

1. Innledning

Bærekraftig utvikling har de siste årene fått en sentral posisjon i det offentlige ordskiftet. Miljødelegger, menneskerettighetsbrudd og korrupsjon forårsaket av næringslivet preger nyhetsbildet. Selskaper som står ansvarlig for disse handlingene inngår ofte i porteføljene til store institusjonelle eiere. Hvilket ansvar investorer har for negative eksternaliteter fra selskapene de har eierandeler i er et spørsmål som har fått økt oppmerksomhet. Det følger et stort ansvar med makten det globale finansmarkedet har til å gi selskaper og prosjekter livets rett. Fremtiden avhenger av at dette ansvaret forvaltes på en måte som sikrer mer enn finansielle verdier. Finansinstitusjoner spiller derfor en nøkkelrolle når det gjelder å løse noen av de største utfordringene verden står overfor, og samtidig sikre sin egen langsiktige konkurransedyktighet.

På globalt nivå har myndigheter og næringsliv forpliktet seg til å jobbe for en bærekraftig utvikling. Dette er blant annet nedfelt gjennom FNs bærekraftsmål for 2030 og Parisavtalen av 2015 (UN, 2015a; UN, 2015b). For å nå disse målene er det nødvendig å allokere store kapitalstrømmer til blant annet infrastruktur i utviklingsland, innovative teknologier og grønn energi. Ettersom finansieringsbehovet overstiger offentlig tilgjengelige midler er mobilisering av private ressurser essensielt (UN, 2013). Handlingsplaner utarbeides på globalt nivå for å sikre et solid finansielt system som bidrar til å tilfredsstille de langsiktige behovene til en inkluderende og miljømessig bærekraftig økonomi (UNEP & The World Bank Group, 2017). I forlengelsen av dette har EU-kommisjonen vedtatt en handlingsplan for en bærekraftig europeisk finansnæring (European Commission, 2018b).

Den norske finansbransjen er langt fremme i arbeid med integrasjon av bærekraft i kapitalforvaltning, med Statens pensjonsfond utland som et internasjonalt anerkjent eksempel. I Finans Norges strategi for 2021 er bærekraft i finansnæringen en av hovedprioriteringene (Finans Norge, 2017). Det utdypes at bærekraft skal være en veletablert del av næringens vurdering av risiko og verdisetting, og bransjen er derfor i gang med å utvikle et veikart for bærekraft i den norske finansnæringen. Det er ingen tvil om at norske finansinstitusjoner er deltakere i en global kontekst.

Det observeres en tydelig utvikling fra at næringslivet gjennomfører samfunnsansvar som en kostbar og separat aktivitet, til at integrasjon av bærekraft i kjernevirksomhet anses som et konkurransefortrinn. Overordnet diskuteres det ikke lenger hvorvidt det er en avveining

mellom bærekraft og lønnsomhet. I finansnæringen har bærekraftig finans etablert seg som en kilde til risikohåndtering og ansvarlig verdiskaping. Dette innebærer allokering av kapital til investeringer som tar i betraktning miljø-, sosiale- og selskapsstyringsfaktorer, også kalt ESG-faktorer. Investeringer som tar hensyn til slike faktorer omtales gjerne som ansvarlige eller bærekraftige (Scholtens, 2014).

I denne studien ønsker vi å bidra med kunnskap på området ved å kartlegge hvorfor og hvordan bærekraft integreres i den norske finansbransjen. Den teoretiske rammen for oppgaven er et interessentperspektiv, siden grunnlaget for å integrere bærekraft er at en virksomhet eksisterer for flere enn aksjonærene. Med utgangspunkt i dette har vi utarbeidet følgende problemstilling:

Hvordan integrerer institusjonelle investorer i den norske finansbransjen bærekraft i kapitalforvaltning, og hvilke drivere er sentrale i dette arbeidet?

For å besvare problemstillingen har vi utarbeidet tre forskningsspørsmål:

F1: Hva er drivere for integrasjon av bærekraft i kapitalforvaltning?

F2: Hvordan arbeider finansbransjen med bærekraft?

F3: Hvordan inkluderes interessenter i arbeid med bærekraft?

For å besvare det første forskningsspørsmålet vil vi kartlegge hva som motiverer integrasjon av bærekraft for finansinstitusjonene i utvalget. Målet er å identifisere noen grunnleggende drivere, som ansvar, risikoreduksjon og verdiskaping. Det andre spørsmålet vil besvares ved å kartlegge hvilke verktøy som benyttes for å integrere bærekraft i investeringsbeslutninger og eierskap. Dette er interessant fordi slike verktøy er nødvendig for å oppnå kapitalflyt mot bærekraftige investeringer. Her inngår eksempelvis negativ screening, aktivt eierskap og rapportering på bærekraft. Vi vil også se på sammenhenger mellom drivere og arbeid med integrasjon av bærekraft. Det tredje forskningsspørsmålet søker å gi en forklaring på hvilken rolle interessenter spiller i arbeidet med bærekraft. Dette inkluderer å identifisere hvilke interessenter som er pådrivere og hvordan disse påvirker integrasjon av bærekraft.

Opgavens bidrag er å kartlegge drivere for integrasjon av bærekraft i den norske finansnæringen, samt danne et bilde av hvordan finansinstitusjonene arbeider i praksis med bærekraft. Vi forklarer hvordan interessentene er en fundamental del av dette arbeidet, både som drivere og som kilde til kunnskap for å identifisere de vesentlige aktivitetene. Konkret presenteres funnene i tre konfigurasjoner av integrasjon av bærekraft: svak, moderat og sterk.

Vi presenter indikasjoner for hver av de ulike gradene, samt en analyse av hva funnene betyr i form av muligheter og utfordringer for den norske finansbransjen. Funnene kan være nyttige som referansemål og til inspirasjon for aktører i den norske finansbransjen.

Studien er avgrenset til den norske finansbransjen og utvalget vårt består av ti selskaper fra ulike deler av bransjen. Bakgrunnen for dette valget beror på praktiske årsaker, i tillegg til at den norske finansnæringen trekkes frem som proaktive i arbeidet med bærekraftig utvikling i flere internasjonale rapporter. Vi har gruppert utvalget i tre kategorier: bank, investeringsfond og liv og pensjon. Videre har vi valgt å differensiere på forvaltningskapital innad i kategoriene. Dette har vi gjort for å tilstrebe en større bredde i utvalget, samt for å belyse problemstillingen og forskningsspørsmålene fra flere perspektiver.

Studien følger et eksplorerende forskningsdesign, med en tilhørende kvalitativ metode. Vi har valgt å intervju eksperter på bærekraft i finansinstitusjoner, samt å gjennomføre en dokumentanalyse av offentlig tilgjengelige rapporter. I forarbeidet til studien har vi hatt en rekke samtaler med representanter for ulike organisasjoner og finansinstitusjoner. Formålet med dette var å oppnå en bedre forståelse av konteksten for å kunne utvikle en relevant vinkling på oppgaven.

Studien er strukturert i syv deler og starter i del 1. *Innledning* med en introduksjon av tematikken. I del 2. *Teori* gjør vi rede for oppgavens teoretiske fundament i tre deler: bærekraft, finansielle instrumenter og interessenter. I del 3. *Modell* presenterer vi en konseptuell modell som viser sammenhengen mellom de ulike teoridelenene, i tillegg til våre forventninger knyttet til funnene. Teoridel og modell danner grunnlaget for den videre analysen. Del 4. *Metode* begrunner de metodiske valgene studien er bygget på, herunder design, datainnsamling, analyse og evaluering. Deretter vil vi i del 5. *Resultater* presentere funnene fra intervjuene. Denne delen vil følge en oppbygging i samsvar med modellen. Videre analyseres resultatene i del 6. *Analyse*. Her identifiserer vi indikatorer for tre ulike grader av integrasjon, samt muligheter og utfordringer knyttet til bærekraft. Avslutningsvis presenteres studiens konklusjon, implikasjoner, begrensninger og forslag til videre forskning i del 7. *Konklusjon*.

2. Teori

I denne delen gjør vi rede for det teoretiske grunnlaget for oppgaven. Teorigjennomgangen struktureres i tre hoveddeler.



Figur 1. Oppbygging av teoridel

I del 2.1 *Innføring i bærekraft* vil vi først gjennomgå historisk utvikling av konseptet bærekraft. En grunnleggende forståelse av bærekraft er et nødvendig bakteppe for oppgavens videre analyse. Vi diskuterer betydningen av bærekraft i næringsliv generelt, før vi går videre inn på litteratur om bærekraft i finans spesifikt. En vellykket utvikling mot et bærekraftig samfunn krever innsats på flere nivåer, og oppgaven vil gå nærmere inn på finansbransjens rolle i denne overgangen. Finansbransjen spiller en nøkkelrolle i å finansiere utviklingen mot et bærekraftig samfunn (Finansnæringsens Fellesorganisasjon [FNO], 2010). Vi redegjør for bærekraftig finans og finansieringsbehovet for å oppnå bærekraftig utvikling.

I del 2.2 *Finansielle instrumenter for bærekraft* introduserer vi de viktigste rammeverkene og verktøyene som brukes i praksis, og betydningen av disse. Denne delen gir en innføring i hvordan finansbransjen på et overordnet nivå arbeider i praksis med bærekraft. Internasjonale finansielle markeder er avgjørende for å oppnå bærekraftig utvikling fordi de transformerer penger til et instrument for utvikling (Richardson, 2007). Stadig nye instrumenter og verktøy blir introdusert for å motivere og fasilitere økt kapitalflyt mot formål som bidrar til bærekraftig utvikling. Vi velger å bruke finansielle instrumenter for bærekraft som et fellesbegrep. Dette omfatter både verktøy som brukes for bærekraftige investeringer, og rapporteringsstandarder.

Til slutt presenteres interesstperspektivet i del 2.3 *Interesstteori*. Interesstteori er sentralt for oppgavens tema, ettersom interessenter utgjør kjernen i arbeidet med bærekraft. Litteratur på området har beveget seg fra et fokus på å tilfredsstille aksjonærer til å inkludere en stor bredde interessenter. Hvordan interessenter defineres og identifiseres påvirker en organisasjons utvikling, og i et bærekraftperspektiv blir dette hensynet stadig viktigere. Interesstdialog er sentralt i arbeidet med bærekraft, og vi vil redegjøre for vesentlighetsanalyser som et verktøy for å få kjennskap til interessenters verdier og behov.

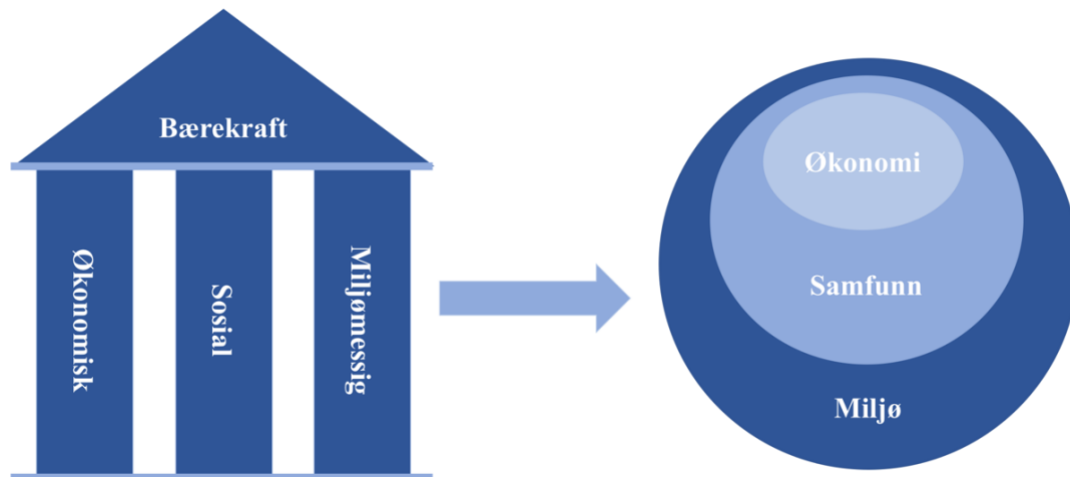
2.1 Innføring i bærekraft

2.1.1 Historisk utvikling av konseptet bærekraft

Bærekraft er et omfattende begrep som har utviklet seg mye i løpet av de siste tiårene. En allment akseptert definisjon ble presentert av Verdenskommisjonen for miljø og utvikling, ledet av Gro Harlem Brundtland, i 1987. Her ble begrepet bærekraftig utvikling for første gang innført, og beskriver en “utvikling som møter behovene i dag uten å gå på kompromiss med muligheten fremtidige generasjoner har til å møte deres egne behov” (UN, 1987). Utgangspunktet for rapporten var Stockholm Conference on the Human Environment i 1972, hvor konfliktene mellom miljø og utvikling først ble diskutert. Brundtland-kommisjonen argumenterte i *Our common future* med at miljøet ikke eksisterer separat fra våre handlinger og behov, men tvert imot er rammen for all menneskelig aktivitet og utvikling (UN, 1987).

Brundtland-rapporten ble etterfulgt av store internasjonale møter, blant annet United Nations Conference on Environment and Development (UNCED) i Rio de Janeiro i 1992, kjent som Earth Summit, hvilket resulterte i en prinsipperklæring av blant annet ønskede handlinger og internasjonale avtaler rundt klimaendringene (UNCED, 1993). Ti år senere ble World Summit on Sustainable Development avholdt i Sør-Afrika, hvor forpliktelsen til bærekraftig utvikling ble forsterket (UN, 2002). Spesifikt bidro denne konferansen til en utvidelse av definisjonen av bærekraft med ideen om tre pilarer av bærekraftig utvikling: økonomisk utvikling, sosial inkludering, og miljømessig beskyttelse.

Bruken av tre pilarer har blitt kritisert for å være feilaktig, fordi det impliserer at det eksisterer avveininger (eng.: trade-offs) mellom de økonomiske, sosiale og miljømessige dimensjonene av bærekraftig utvikling (Adams, 2006). Som en respons til dette gjøres det ofte et skille mellom sterk bærekraft - hvor slike avveininger ikke er akseptert, og svak bærekraft - hvor avveininger er mulig. I praksis ser man likevel at myndigheter og bedrifter aksepterer avveininger, ved at deres beslutninger plasserer økonomiske hensyn over de andre dimensjonene (Adams, 2006). En mer presis visualisering av bærekraft ble fremlagt av International Union for Conservation of Nature [IUCN] (2004) ved å vektlegge en høyere grad av integrasjon for å bedre anerkjenne balansen mellom dimensjonene (se *Figur 2*).



Figur 2. Fra tre pilarer (etter UN, 2002), til tre dimensjoner (etter Adams 2006)

Internasjonal innsats på flere nivåer har ført til at bærekraft som en bevegelse har fått en viktigere posisjon, og er sentralt for misjonen til stadige flere organisasjoner, institusjoner og bedrifter. FN og nasjonale myndigheter har spilt en sentral rolle i å sette bærekraft på dagsorden, hvilket førte til at verdens ledere i 2015 vedtok FNs bærekraftsmål mot 2030 (UN, 2015a). Disse bygger videre på Tusenårsmålene (UN, 2000). Agendaen er en felles handlingsplan for å beskytte planeten, i tillegg til å sikre velstand. De 17 målene er sammenkoblede, og representerer en balanse mellom de tre dimensjonene av bærekraftig utvikling (UN, 2015a). Parisavtalen er enda et eksempel på viktig internasjonalt samarbeid mot en bærekraftig verden (UN, 2015b). Avtalen innebærer at alle land skal utarbeide nasjonale planer på hvordan de skal redusere klimagassutslipp, samt en enighet om at temperaturen på kloden ikke må stige mer enn to grader før århundret er over.

Bruken av konseptet bærekraftig utvikling bringer med seg flere utfordringer. En av grunnene til at det har blitt så utbredt er dets vage natur (Adams, 2006). Det kan brukes til å omtale svært avvikende ideer om hvordan økonomien og miljøet skal styres. Dermed er det kritisert for å ende opp med å være nettopp et omfattende og upresist konsept, som ikke bidrar til konkret handling. I tillegg er det utfordringer knyttet til å måle bærekraft. Dermed blir det ofte utelukkende et etisk konsept, uten kvantifiserte mål og rapportering.

2.1.2 Bærekraft i næringsliv

Ifølge standard økonomisk teori er bedrifters ansvar å maksimere avkastning innenfor gitte restriksjoner. Milton Friedman (1970) argumenterer for at sosialt ansvar bør være opp til myndigheter og interesseorganisasjoner. Dette argumentet grunner i en prinsipal-agent tankegang, der bedrifter opptrer som agenter for sine aksjonærer. Deres oppdrag er å handle i tråd med eiernes forventninger til avkastning, og det argumenteres for at sosiale og miljømessige hensyn står i veien for dette. Dermed har det etablert seg en generell oppfatning om at det eksisterer en avveining mellom økonomisk lønnsomhet og bærekraftig atferd. Denne oppfatningen har derimot blitt utfordret av nyere forskning på temaet, som beviser en positiv sammenheng mellom lønnsomhet og bærekraft (Eccles, Ioannou & Serafeim, 2014).

Bærekraftig utvikling medfører utvilsomt utfordringer, men også store muligheter for bedrifter som integrerer bærekraft i sin virksomhet (Adams, 2006). Eccles et al. (2014) beviser positiv effekt av en bedrifts bærekraftighet på organisatoriske prosesser og prestasjon. Resultatet viser at bedrifter som frivillig har implementert retningslinjer for bærekraft, omtalt som *High Sustainability*-selskaper, gjør det signifikant bedre på flere dimensjoner enn bedrifter som karakteriseres ved *Low Sustainability*. Dette forklares blant annet ved en mer langsiktig tidshorison, incentivsystemer som vektlegger ikke-finansielle mål, samt høyere grad av involvering av interessenter for å bedre kunne møte deres behov. Betydningen av interessenter diskuteres i dybde i del 2.3. *Interessenteori*.

Bærekraft i næringsliv har blitt adressert gjennom en bred variasjon av konsepter. Et av de tidligste konseptene er *øko-effektivitet* (DeSimone & Popoff, 2000). Dette oppnås ved å levere produkter og tjenester med konkurransedyktige priser som samtidig tilfredsstillt krav til miljømessig påvirkning og ressursbruk. Dette synet har imidlertid blitt kritisert for å være utilstrekkelig ettersom det ikke tilbyr en helhetlig løsning på bærekraftsspørsmålet, men heller oppfordrer til inkrementelle endringer i produksjon (Welford & Casagrande, 1997).

Dyllick og Hockerts (2002) utfordrer øko-effektivitet ved å introdusere *bedriftsmessig bærekraft*. Dette konseptet bygger videre på de tidligere nevnte dimensjonene, ved å integrere økonomiske, miljømessige og sosiale aspekter i en tredelt bunnlinje. Bedriftsmessig bærekraft defineres som bedriftens evne til å møte behovene til dagens direkte og indirekte interessenter, uten å begrense mulighetene for å møte behovene til fremtidige interessenter (Dyllick & Hockerts, 2002). Forfatterne konkluderer med at for å oppnå bedriftsmessig bærekraft må

bedrifter forbi et fokus på relative og inkrementelle endringer, og heller rette oppmerksomheten mot eksterne forhold. Dette krever et mer holistisk syn på bærekraft enn hva øko-effektivitet bidrar til.

Et annet viktig bidrag i diskusjonen er *Corporate Social Responsibility* (CSR), bedriftens samfunnsansvar. En majoritet av bedriftsledere mener at CSR kan forbedre konkurranseevnen og er kritisk for fremtidig suksess (Lacy, Cooper, Hayward & Neuberger, 2010). Dahlsrud (2008) har analysert 37 definisjoner av CSR, og hevder at de eksisterende definisjonene i stor grad er kongruente, og at CSR er et bredt konsept som er sosialt konstruert for ulike sammenhenger. Eksempler på ulike former for CSR er fairtrade (Dragusanu, Giovannucci, & Nunn, 2014), bærekraftig entreprenørskap (Dean & McMullen, 2007) og næringslivsbærekraft (Slawinski & Bansal, 2015). Sistnevnte defineres som bedriftens evne til å møte kortsiktige finansielle behov uten å begrense deres egen eller andres mulighet til å møte fremtidige behov.

Utfordringen med mye av litteraturen på CSR er imidlertid at en bedrifts beslutning om å engasjere seg i CSR-aktiviteter ofte er korrelert med uobserverbare karakteristikk som også kan påvirke lønnsomhet (Flammer, 2015). Det kan eksempelvis være tilfellet at ledere som implementerer CSR også har en tendens til å gjøre det bedre generelt. Flammer (2015) beviser kausalitet ved bruk av en metode som sammenlikner CSR-forslag som så vidt passerer avstemming på generalforsamling med forslag som akkurat ikke passerer. Slik antas en tilfeldig fordeling av CSR til selskaper. Resultatet er en positiv effekt av CSR-tiltak på aksjeverdi, samt økt arbeidsproduktivitet og salg. Imidlertid kan funnene kritiseres med at CSR-tiltakene som vurderes, de som er veldig nære grensen, ikke kan generaliseres til CSR-tiltak generelt. Videre er CSR kritisert for å være på siden av bedriftens kjernevirksomhet, og dermed ikke ha noen reell effekt på underliggende prosesser (Berliner & Prakash, 2015).

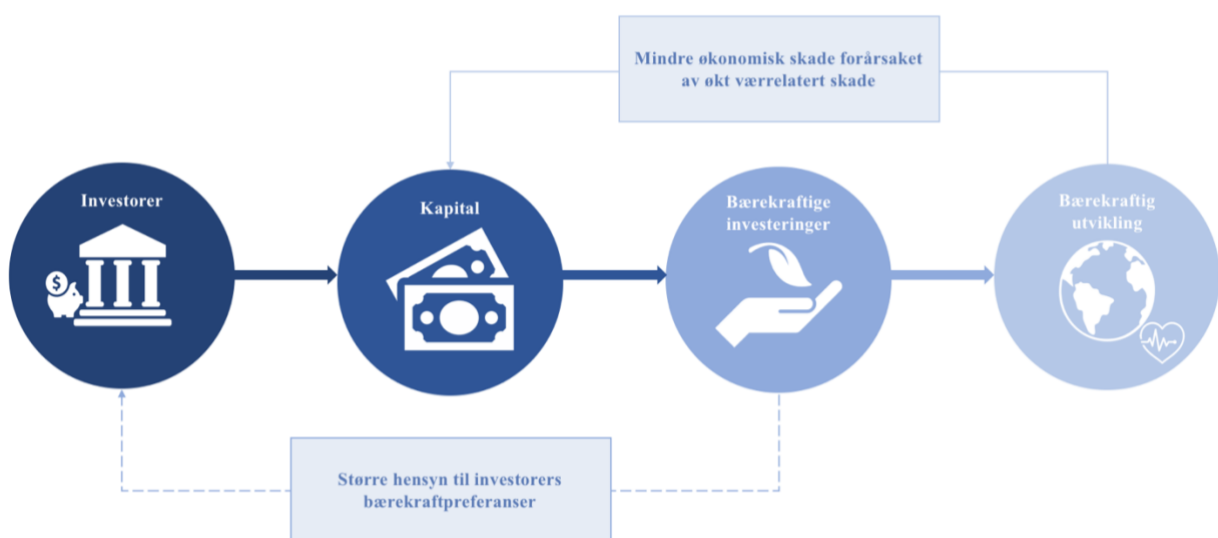
Som en utfordrer til CSR presenterer Porter og Kramer (2011) ideen om delt verdiskaping, *Creating Shared Value* (CSV). Dette innebærer at bedrifter må skape verdi på en måte som også kommer samfunnet og miljøet til gode. Konklusjonen er at bedrifter må behandle CSV som en produktivitets- og effektivitetsgevinst, snarere enn et middel for å oppnå god samvittighet. Ifølge CSV skal bedrifter identifisere og utnytte muligheter for verdiskaping som gagner både bedriften og samfunnet, og på den måten bidra til å løse de sosiale og miljømessige problemene hver enkelt bedrift er best stilt til å gjøre noe med. Crane, Palazzo, Spence og Matten (2014) peker imidlertid på en svakhet: hva med problemene ingen er godt stilt til å løse? En implikasjon av CSV er at aktører som gjør skade ikke har et direkte ansvar

for de negative konsekvensene dette innebærer, såfremt de selv ikke er de beste til å løse dem. En ytterligere kritikk mot teorien er at forfatterne forutsetter at enhver organisasjon overholder alle gjeldende lover og regler (Crane et al., 2014). Mangel på slik overenstemmelse er i seg selv en av de største utfordringene knyttet til bærekraft.

Oppsummert presenterer litteraturen en rekke konsepter som benyttes om hverandre i næringslivet. En fellesnevner ved de ulike konseptene er at de anerkjenner at bedrifter har et ansvar for sine eksterne forhold. Det er nødvendig å balansere behovet for kortsiktig økonomisk prestasjon med et langsiktig syn på verdiskaping innenfor planetens tålegrenser (Leach, Raworth & Rockström, 2013). Det observeres et tydelig skifte fra et syn om at tiltak for bærekraft er noe som skjer parallelt, til at det må integreres i bedriftens kjerneaktiviteter.

2.1.3 Bærekraft i finans

Finansbransjen spiller en sentral rolle i å allokere kapital på tvers av industrier gjennom sine investeringsvalg (Jeucken, 2004). Store institusjonelle eiere har ofte svært diversifiserte og langsiktige porteføljer som er representative for globale kapitalmarkeder. Derfor kalles de gjerne for “universale eiere” (UNEP FI, 2011). Deres porteføljer er utsatt for stadig høyere kostnader fra miljøskader forårsaket av bedrifter. Universale eiere kan positivt påvirke måten bedrifter styres for å redusere eksternaliteter og dermed minimere eksponering for disse kostnadene (se *Figur 3*). Institusjonelle aktører kan, og bør, handle kollektivt for å redusere økonomisk risiko fra miljøpåvirkning (UNEP FI, 2011).



Figur 3. Begrunnelse for bærekraftig finans, etter European Commission (2018a)

En måte å handle på er gjennom *bærekraftig finans*, som har etablert seg som et sentralt begrep i finansbransjen (The European Commission, 2018b). Bærekraftig finans handler om allokering av kapital til investeringer som tar i betraktning miljø, sosiale forhold og selskapsstyringsfaktorer. Siden det ikke finnes noe etablert norsk uttrykk for dette, vil vi videre i oppgaven benytte begrepet ESG (se *Figur 4*). Investeringer som tar hensyn til slike faktorer omtales gjerne som ansvarlige eller bærekraftige. Bevissthet rundt ESG-faktorer er sentralt i arbeidet mot målene fremsatt i Parisavtalen og FNs bærekraftsmål for 2030. I tillegg har integrasjon av ESG-faktorer i investeringer en positiv effekt på langsiktig verdiskaping (Fulton, Kahn & Sharples, 2012).



Figur 4. ESG-faktorer: Miljø, sosiale forhold og selskapsstyring

Bærekraftig finans omfatter økt oppmerksomhet og åpenhet om risikoer som kan ha innvirkning på bærekraften i det finansielle systemet, samt behovet finansielle aktører har for å redusere disse risikoene gjennom hensiktsmessig styring (The European Commission, 2018b). Å sikre at det finansielle systemet bidrar til økonomisk bærekraft er spesielt viktig i kjølvannet av finanskrisen (High-Level Expert Group on Sustainable Finance [HLEG], 2018). For å gjenoppnå vekst foreslår Barbier (2009) en endring av det finansielle systemet, med en orientering mot en grønnere økonomi for å unngå fremtidige kriser. Denne ideen er sentral i en rapport fra Task Force on Climate-related Financial Disclosures [TCFD] (2017). Rapporten understreker viktigheten av rapportering på klimaaspekter for å kunne ta høyde for eksponering mot klimarelatert risiko.

Vellykket oppnåelse av bærekraftig vekst krever betydelig allokering av kapital (UN, 2013). FN estimerer at vi frem mot 2030 vil være avhengige av investeringer på minst 90-100 trillioner dollar, rundt 6 trillioner dollar i året, for å nå FNs bærekraftsmål (The Global Commission on the Economy and Climate, 2014). Av de 6 trillionene dollar som trengs hvert år, er dagens finansieringsgap på 2-3 trillioner dollar i året. En stor del av dette må allokeres

til bærekraftig infrastruktur i det globale sør (Blended Finance Taskforce [BFT], 2018). Ettersom utviklingskapital i form av bistand og offentlige midler maksimalt kan dekke halvparten av dette gapet, er det kritisk at private aktører kommer på banen (BFT, 2018; Business & Sustainable Development Commission, 2017).

2.1.4 Svakheter i litteraturen

Med unntak av *2.1.2 Bærekraft i næringsliv* er det teoretiske grunnlaget i hovedsak basert på rapporter publisert av organisasjoner med bærekraft som interessefelt. Det er utfordrende å finne forskning på bærekraft i finans, ettersom det er et relativt nytt tema. Når det gjelder rapporter publisert av FN og andre organisasjoner, er disse ofte ikke tilpasset spesifikk kontekst som land og industri. Det er også noe uklart hvordan anslagene på eksempelvis kapitalmangel er beregnet. Disse anslagene varierer i litteraturen.

Vedrørende diskusjonen om sammenhengen mellom bærekraft og lønnsomhet, har vi observert at litteraturen i stor grad ekskluderer finanssektor. Eccles et al. (2014) begrunner ekskluderingen av finansinstitusjoner fra forskningen med at majoriteten av de miljømessige og sosiale retningslinjene som diskuteres, verken er anvendbar eller vesentlig for disse institusjonene. Dette gjør det interessant å se nærmere på oppfatningen av sammenhengen mellom bærekraft og lønnsomhet i finanssektor.

2.2 Finansielle instrumenter for bærekraft

2.2.1 Dagens finansieringssystem

Finansieringssystemets struktur er sentral for å støtte bærekraftig økonomisk vekst ettersom finansnæringen fungerer som et mellomledd i den globale økonomien (Jeucken, 2004). Oppgaven tar for seg institusjonelle investorer, ettersom disse står for majoriteten av ansvarlige og bærekraftige investeringer (Global Sustainable Investment Alliance [GSIA], 2016). Dette omfatter organisasjoner som forvalter store porteføljer fordelt på ulike aktivaklasser og geografiske markeder. Her inngår blant annet pensjonsfond, hedgefond, banker, forsikringselskaper og statlige investeringsfond.

Dagens finansielle system har blitt kritisert for å ikke støtte opp under bærekraftig utvikling. Majoriteten av denne kritikken omhandler investeringsbeslutningers kortsiktige perspektiv. De fleste store fond investerer i selskaper med alvorlige miljømessige påvirkninger som

undergraver miljøets mulighet til å støtte økonomisk utvikling (UNEP FI, 2011). Dette handler ikke om mangel på bevissthet rundt klimarelaterte risikoer, men heller at resultatindeksene motiverer til kortsiktige gevinster fremfor langsiktig verdiskaping (Christensen & van Bever, 2014). Antall indekser som er tilpasset bærekraft har økt, men deres betydning i total porteføljeallokering er fortsatt minimal (HLEG, 2018). Manglende samsvar mellom resultatindekser og bærekraftsmål er dermed et hinder for investering i langsiktig verdiskaping.

Som et svar på denne kritikken opprettes blant annet grønne investeringsbanker på nasjonalt nivå, med UK Green Investment Bank som en pioner (OECD, 2015). Japan, Sveits og Australia er blant landene som har fulgt på, og en norsk grønn investeringsbank er under etablering. Forslag til mandat for denne ble utarbeidet av Slette og Pedersen (2016) i rapporten “Establishing a Green Investment Bank”, som en del av deres masteroppgave om finansiering av det grønne skiftet. En grønn investeringsbank er en offentlig enhet etablert spesielt for å legge til rette for private investeringer i lavkarbonprosjekter (OECD, 2015). Slike banker kan skape attraktive muligheter for institusjonelle investorer til å samarbeide med offentlig sektor på bærekraft.

2.2.2 Verktøy

Et økende antall finansielle instrumenter konstrueres for å intensivere kapitalflyten mot formål som bidrar til bærekraftig utvikling. Ansvarlige investeringer er et vidt begrep som omtales ved mange navn og omfatter en rekke konsepter, blant annet sosialt ansvarlige- og verdibaserte- og bærekraftige investeringer. Slike investeringer har sett en sterk vekst og representerer 26 prosent av alle profesjonelt forvaltede eiendeler globalt (GSIA, 2016). Dette grunner i en anerkjennelse av at investorer har et ansvar for hvordan investeringene påvirker omgivelsene. I tillegg er det i høyere grad et formål å forbedre risikojustert avkastning (Norsk forum for ansvarlige og bærekraftige investeringer [Norsif], 2015). Scholtens (2014) kritiserer imidlertid slike beregninger med begrunnelse i at ansvarlige investeringer er et vagt begrep og ofte basert på selvrapporing, hvilket kan føre til dobbelttelling. Uansett er det tydelig at slike investeringer stadig blir viktigere i finansnæringen (Schroders, 2017).

Tidligere praksis for ansvarlige investeringer var i hovedsak basert på negativ screening, hvor enkelte selskaper ekskluderes fra porteføljen (Scholtens, 2014). Dette har imidlertid utviklet seg mot en mer proaktiv tilnærming, som blant annet innebærer positiv screening og aktivt

eierskap (Norsif, 2015). Fokuset er i økende grad å inkludere miljømessige og sosiale faktorer som kan påvirke den finansielle verdien av investeringene på lang sikt (Natixis Global Asset Management, 2017)

Dagens praksis for ansvarlige investeringer i den norske finansbransjen er preget av de etiske retningslinjene til Statens pensjonsfond utland (SPU), i tillegg til Etikkrådets anbefalinger og Norges Banks eierskapsutøvelse (Norsif, 2015). Markedet har bred konsensus om at ESG-faktorer kan ha en finansiell betydning. Integrering av ESG-faktorer i tradisjonelle analyser er dermed et sentralt verktøy i kapitalforvaltning (Natixis Global Asset Management, 2017). Med FNs bærekraftsmål er bærekraft satt høyere på dagsorden, og finansbransjen karakteriseres av nye finansielle instrumenter og innovative kombinasjoner av tradisjonelle instrumenter. Dette inkluderer blant annet grønne obligasjoner, blandet finans, bærekraftsindekser og bærekraftsnettverk. Vi vil kort forklare de ulike konseptene.

Grønne obligasjoner er lån øremerket prosjekter og aktiviteter med en positiv klimapåvirkning. Slike obligasjoner bidrar til at det blir relativt billigere å låne penger til bærekraftige prosjekter. Det globale grønne obligasjonsmarkedet vokste med 170 prosent mellom 2015 og 2017 (Nasdaq, 2018). Bærekraftige og sosiale obligasjoner er en utvikling på dette feltet, hvor disse omfatter et fokus på sosialøkonomisk påvirkning i tillegg til miljøaspektet.

Blandet finans innebærer strategisk bruk av utviklingsmidler for å forbedre en investerings risikojusterte avkastning, med det formål å tiltrekke privat kapital (BFT, 2018). Det hevdes at selv om det ikke er mangel på kapital globalt sett, så er den private sektoren ofte hindret fra å gjennomføre bærekraftsrelaterte investeringer på grunn av de tilknyttede prosjekt- eller landrelaterte risikoene. For å redusere disse risikoene benytter blandet finans mekanismer som garantier, risikoforsikring og valutasikring. I følge BFT (2018) er det en stor mulighet for den private sektoren å investere i bærekraft.

Bærekraftsindekser er utviklet med mål om å tilby investorer et verktøy for objektiv sammenligning av bedrifters sosiale, miljømessige og styringsmessige forhold (Fowler & Hope, 2007). Noen av de viktigste globale indeksene inkluderer Dow Jones Sustainability Indices (DJSI), The S&P ESG Factor Weighted Index family, Thomson Reuters Corporate Responsibility indices og Corporate Sustainability Index.

Bærekraftsnettverk er internasjonale forum for kommunikasjon og samarbeid om temaer relatert til bærekraft (Ponte & Cheyns, 2013). Eksempler er World Business Council for Sustainable Development (WBCSD), The Institutional Investor Group on Climate Change (IIGCC), Sustainable Banking Network (SBN) og United Nations Environment Programme Finance Initiative (UNEP FI). Sistnevnte består av over 200 finansinstitusjoner globalt, som sammen arbeider med å skape systemisk forandring i finansnæringen.

Oppsummert finnes det en rekke ulike verktøy som skal motivere til økt bevissthet rundt bærekraft i finans. Samlet sett fasiliterer disse økt kapitalflyt mot formål som bidrar til bærekraftig utvikling. Videre vil vi se nærmere på rammeverk og rapporteringsstandarder.

2.2.3 Rammeverk og rapportering

I fraværet av internasjonal lovgivning har flere frivillige mekanismer blitt etablert for å motivere banker og andre finansinstitusjoner til å opptre etisk og bærekraftig (Richardson, 2007). Det finnes i dag en rekke rammeverk tilknyttet bærekraft. Blant de mest etablerte initiativene finnes FNs veiledende prinsipper for næringsliv og menneskerettigheter (UN, 2011), FNs Global Compact prinsipper (UN Global Compact, 2018) og OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper (OECD, 2011). Felles for disse rammeverkene er at de vedtas på bedriftsnivå. Blant de nyeste initiativene er FNs bærekraftsmål som innebærer at myndigheter har forpliktet seg til å jobbe for en bærekraftig utvikling (UN, 2015a).

Utfordringer med frivillige mekanismer er at det er basert på selvrapporing og ikke innebærer sanksjoner for bedrifter som ikke lever opp til kravene. Berliner og Prakash (2015) kritiserer FNs Global Compact for å bidra til såkalt *bluewashing*, altså at det får bedriften til å fremstå ansvarlig uten at det har noen reell effekt på innsats. Ved bruk av en metode der de over tid sammenlikner bedrifter som signerer FNs Global Compact med en kontrollgruppe, finner de at medlemsbedriftene over tid blir bedre på overfladiske aktiviteter som rapportering, men svakere på underliggende prosesser. De konkluderer dermed med at FNs Global Compact faktisk er negativt for bærekraftig atferd i næringslivet.

Rapportering på ikke-finansielle mål er en viktig del av utviklingen mot en bærekraftig finansbransje. Dette bygger videre på ESG-faktorer som tidligere nevnt i del 2.1.3 *Bærekraft i finans*, og handler om å integrere hensynet til miljø, sosiale forhold og selskapsstyring i investeringsvirksomheten, samt å rapportere på ikke-finansielle resultater av disse investeringene. Etablerte rammeverk i denne kategorien er blant annet FNs prinsipper for

ansvarlige investeringer (PRI), Global Reporting Initiative (GRI), ISO og integrert rapportering. Vi ser også en utvikling mot at interessenter involveres i større grad. Eksempler på dette er Sustainability Accounting Standards Board (SASB) og *The Statement of Significant Audiences and Materiality* (Eccles & Youmans, 2016).

Det eksisterer over 400 ulike klimarelaterte rapporteringsstandarder (Edwards, Burton & Baker-Jones, 2017). For å standardisere denne rapporteringen etablerte The Financial Stability Board (FSB) en arbeidsgruppe, TCFD. Deres endelige rapport ble publisert i 2017 og presenterer anbefalinger for mer effektiv klimarelatert rapportering (TCFD, 2017). Dette innebærer et frivillig rapporteringsrammeverk med forbedret brukervennlighet forbundet med både produksjon og bruk av klimarelaterte finansielle opplysninger. Bruk av rammeverket vil føre til økt bevissthet og forståelse av klimarelaterte risikoer og muligheter i selskapet som resulterer i bedre risikostyring og mer informert strategisk planlegging. Dette rammeverket er høyt på agendaen i Finans Norges arbeid med et veikart mot en bærekraftig finansbransje (Finans Norge, 2017).

Det er fortsatt en lang vei å gå for å implementere mekanismer som fungerer, og standardisere rapportering slik at ESG-hensyn inkluderes på en helhetlig måte. Vi ser imidlertid en utvikling mot en allmenn aksept i finansnæringen om at klimarisiko innebærer finansiell risiko. Det gjenstår å utvikle felles velfungerende verktøy som gjenspeiler ikke-finansiell risiko på en fornuftig måte. Det etterspørres også økt transparens fra finansbransjen på investeringsprosesser for å muliggjøre bedre målinger (Scholtens, 2014).

2.2.4 Svakheter i litteraturen

Av verktøy som konstrueres for å øke kapitalflyt mot formål som bidrar til bærekraftig utvikling, er det flere konsepter som overlapper. Eksempelvis er blandet finans ikke helt nytt, men heller en måte å sette sammen ulike eksisterende verktøy. Grunnet et høyt antall ulike instrumenter og initiativer kan diskusjonen bli forvirrende, også for aktørene i bransjen. Videre er det en sannsynlighet for at bedrifter fremstiller en pyntet versjon av arbeid med bærekraft i sine rapporter. Det er uvisst hva som faktisk gjøres i praksis, ettersom informasjonen er hentet fra subjektive kilder med interesse i å fremstille organisasjonen på en best mulig måte. Til slutt er det uvisst hva slags reell effekt disse tiltakene egentlig har, eksempelvis UN Global Compact, ettersom litteraturen peker begge veier.

2.3 Interessentteori

2.3.1 Definisjon og bakgrunn for interessentteori

Den grunnleggende definisjonen av interessenter inkluderer alle grupper eller individer som kan påvirke eller blir påvirket av en organisasjons måloppnåelse og mening (Freeman, 1984). I følge Parmar et al. (2010) bygges denne definisjonen på en idé om at en organisasjon må ha en eksplisitt strategi mot enhver interessent. Utfordringen med denne definisjonen knytter seg først og fremst til bredden, der Freeman (1984) i sin tolkning legger til rette for en svært åpen og bred vurdering av hva som regnes som en interessent.

Interessentteori ser overordnet på relasjonen mellom en organisasjon og dens interessenter (Parmar et al., 2010). Relasjonen er viktig fordi den sier noe om hvordan samhandlingen mellom partene er, og hvilke resultater som kan genereres. Freeman (1984) var den første til å adressere interessentteori systematisk i boken *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. I sin tolkning og definisjon av teorien viser Freeman til at det finnes flere relasjoner, blant annet til de ansatte, samfunnet og kunder, som er viktige for en organisasjon. Han argumenterer for at bedrifter bør etterstrebe å møte interessenters behov.

Tilnærmingen til Freeman er blitt betraktet som en konkurrent til den mer tradisjonelle argumentasjonen til Milton Friedman (1970). Friedman argumenterer for at en organisasjon først og fremst har et ansvar for den finansielle siden, altså overfor aksjonærene. Synet støttes blant andre av Jensen (referert av Laplume, Sonpar & Litz, 2008) som hevder at interessentteorien er i direkte konflikt med over 200 år med forskning. I følge ham maksimeres samlet sosial velferd ved å prioritere aksjonærene.

Til tross for dette, observeres det i næringslivet en økt bevissthet rundt betydningen av å ta hensyn til interessenter. Eccles og Youmans (2016) hevder at styret har det absolutte ansvaret for en slik bevisstgjøring, og argumenterer for at en *Statement of Significant Audiences and Materiality* er et godt verktøy for å styre utviklingen. Ved å utarbeide en slik uttalelse vil organisasjonen tvinges til å vurdere hvem som er fremtredende interessenter, og dermed skape høyere grad av transparens. Hvilke interessenter som inkluderes i uttalelsen indikerer hvorvidt organisasjonen tar hensyn til en bredde av interessenter, eller fokuserer på å oppnå kortsiktige mål for aksjonærene.

2.3.2 Identifisering av interessenter

Spørsmålet interessenteori prøver å gi svar på er hvem interessentene er, altså hvem som krever eller fortjener oppmerksomhet, og hvem som ikke gjør det. I en organisasjon med begrensede ressurser vil ledelsen måtte prioritere fremtredende interessenter fremfor andre, mindre viktige interessenter. Definisjonen til Freeman (1984) understreker viktigheten av å adressere alle interessentene til en organisasjon, men mangler samtidig en metode for å identifisere dem. Mitchell, Agle og Wood (1997) mener en slik identifisering avhenger av egenskapene til interessentene, og konkluderer med at grad av makt, legitimitet og hastverk er avgjørende. En interessent som følgelig innehar en eller flere av disse egenskapene vil være viktig for en organisasjon å imøtekomme. Basert på dette kan organisasjoner justere innsatsen mot ulike interessenter.

Makt til å påvirke en organisasjon er den første egenskapen Mitchell et al. (1997) identifiserer som viktig. «Å utøve makt i en relasjon vil si at en aktør, A, får en annen aktør, B, til å gjøre noe B ellers ikke ville gjort» (Dahl, 1957, s. 202-203). En interessent vil følgelig være viktigere desto større makt den har. Legitimitet i relasjonen handler på sin side om den generelle oppfatning om at handlingene til en enhet, eksempelvis et individ eller en organisasjon, er ønsket og passende innenfor sosiale systemer av normer og verdier (Suchman, 1995). Eksempelvis har en stortingspolitiker større legitimitet i stortingssalen sammenliknet med en ikke-folkevalgt. Sist identifiserer Mitchell et al. (1997) hastverk som en egenskap, og sier at interessenten blir viktigere desto mer presserende interessentens krav mot organisasjonen er. Det påpekes videre at hastverk i seg selv ikke kan gjøre en interessent fremtredende, men at det først er i kombinasjon med makt eller legitimitet at egenskapen forsterker interessentens viktighet.

Driscoll og Starik (2004) utvider videre modellen til Mitchell et al. (1997) med begrunnelse i at den trenger flere faktorer for å skape et realistisk bilde av virkeligheten. Gjennom å legge til nærhet ønsker de å skape en tydeligere link mellom interessenteori og det naturlige miljøet. De argumenterer for at fysisk avstand kan være like viktig som tid, hvor sistnevnte representeres ved hastverk i den opprinnelige modellen. Eksempelvis vil nærhet gjennom delte landegrenser eller gjennom fysisk nærhet til atomreaktorer resultere i økt interesse, og følgelig vil en interessentrelasjon utvikles. Ved å utvide modellen på denne måten hevder Driscoll og Starik (2004) at nærhet som en faktor kan bidra til å gjøre naturen i seg selv til en viktig, ikke-menneskelig interessent.

En annen tilnærming for definering og identifisering av interessenter ble gjort av Clarkson (1995) som skiller mellom primære og sekundære interessenter. En primær interessent defineres som en interessent som en organisasjon er avhengig av for å overleve. Slike interessenter er typisk grupper som investorer, ansatte og leverandører. I tillegg inkluderes de offentlige interessentene som myndigheter og samfunn denne definisjonen, og oppsummert er det en stor gjensidig avhengighet mellom en organisasjon og dens primære interessenter. På den andre siden omfavner organisasjonens sekundære interessenter de partene som påvirker, eller blir påvirket av organisasjonen, men som organisasjonen ikke er avhengig av for overlevelse (Clarkson, 1995). Eksempelvis vil media være en sekundær interessentgruppe.

Oppsummert tar organisasjoner i større grad hensyn til interessentene sine i den daglige driften, og interessentperspektivets betydning er etterhvert godt forankret i litteraturen. Fra Freemans (1984) tidlige definisjon har teorien utviklet seg mot en moderne tilnærming hvor klassifisering av interessentene er i fokus. Det er gjennomgående en enighet om at organisasjoner har et ansvar for å imøtekomme en større bredde av interessenter enn tidligere.

2.3.3 Vesentlighet

Materiality, heretter omtalt som vesentlighet, er et konsept som er relevant i interessentdiskusjonen. I følge Eccles og Youmans (2016) handler vesentlighet om å prioritere ressursene i en organisasjon mot bevisst utvalgte mål basert på vurderinger om hvem organisasjonen skal tjene. Dette ansvaret ligger hos styret som må legge til rette for at organisasjonens ledere tar avgjørelser i tråd med organisasjonens fremtredende interessenter.

Det hevdes at hvilke temaer som er vesentlige for den enkelte bedrift varierer med hensyn til kjernevirksomheten og interessentenes behov (Khan, Serafeim & Yoon, 2016). Grad av vesentlighet avgjøres av i hvilken grad interessentgrupper og bedriften selv vektlegger ulike aktiviteter og temaer. Khan et al. (2016) presenterer empiriske funn på at prioritering av mer vesentlige aspekter fører til signifikant bedre økonomisk resultat enn prioritering av mindre vesentlige aspekter. Det er videre et interessant funn at det er langt mer effektivt å rette innsatsen mot færre, vesentlige aspekter, enn å innta en bred strategi der organisasjonen gjør en innsats på flere områder. Dette viser hvor viktig det er for en organisasjon å ha tett og kontinuerlig dialog med sine interessenter, og hvordan kvaliteten på denne dialogen kan være utslagsgivende for økonomisk prestasjon.

En metode for kartlegging av vesentlige områder er vesentlighetsanalyse som i korte trekk går ut på å identifisere de temaene som både er finansielt relevante og som er viktige for interessentene (Eccles & Youmans, 2016). Eksempler på vesentlige temaer i finansnæringen kan være ansvarlige investeringer, systematisk ESG-screening og datasikkerhet. Ved å kanalisere ressursbruken mot de mest vesentlige aktivitetene vil organisasjonen kunne innta en posisjon som både er lønnsom og som tilfredsstiller interessenters forventninger.

2.3.4 Svakheter i litteraturen

Interesstanteori har mottatt kritikk på grunn av den manglende evnen til å enes rundt en universell definisjon av begrepet (Miles, 2017). Det finnes mye forskning på området, og definisjonene varierer fra svært brede til svært smale. Miles (2017) hevder at denne uenigheten og forvirringen genererer hindringer for videreutvikling av teorien, og mener at løsningen ligger i å diskutere rammene for interessentidentifisering heller enn selve definisjonen.

2.4 Oppsummering av teori

I del 2.1 *Innføring i bærekraft* redegjør vi for hva som er grunnen til at bedrifter, og mer spesifikt finansbransjen, integrerer bærekraft i sin virksomhet. Universale eiere kan positivt påvirke måten bedrifter styres for å redusere eksternaliteter, og dermed bidra til å dekke kapitalbehovet som trengs for å nå målene fremsatt i Parisavtalen og FNs bærekraftsmål. Vi introduserte begrepet bærekraftig finans, som handler om allokering av kapital til investeringer som tar i betraktning miljø, sosiale forhold og selskapsstyring (ESG-faktorer), også kalt ansvarlige eller bærekraftige investeringer. Oppsummert er det tydelig at overgangen til en mer bærekraftig finansbransje allerede er i gang. For å nå bærekraftsmålene kreves imidlertid en mer effektiv og samkjørt innsats fra finansbransjen.

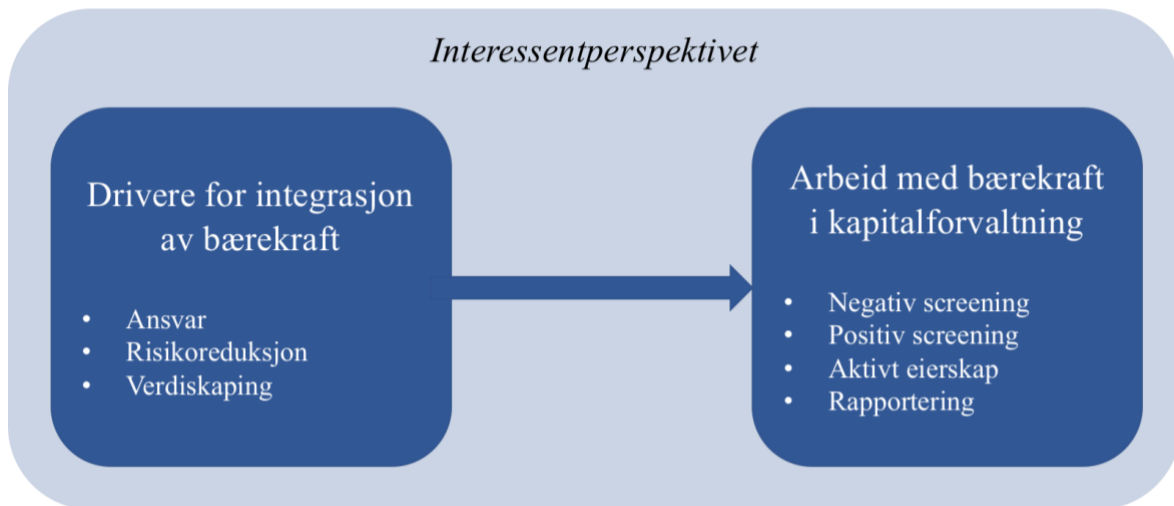
I del 2.2 *Finansielle instrumenter for bærekraft* presenterer vi kritikk mot dagens finansielle system. Kjernen i denne kritikken er den iboende kortsiktigheten i finansnæringen som favoriserer inkrementelle endringer fremfor langsiktig verdiskaping. Likevel observerer vi at et økende antall finansielle instrumenter konstrueres for å intensivere kapitalflyten mot formål som bidrar til bærekraftig utvikling. Aktivt eierskap og integrasjon av ESG-faktorer i tradisjonelle analyser har blitt viktige verktøy. Det samme gjelder for nyere instrumenter som grønne obligasjoner og blandet finans. Med hensyn til veiledende prinsipper er det en utfordring at disse er frivillige, og litteraturen viser ikke til noen direkte effekt. Det er også et

behov for å standardisere rapportering på ikke-finansielle mål for å skape økt bevissthet og forståelse av klimarelaterte risikoer og muligheter.

I del 2.3 *Interessenteori* beskriver vi hva interessenter er, og hvordan begrepet har utviklet seg. Et sentralt moment i denne redegjørelsen er at det finnes flere definisjoner av begrepet, og Miles (2017) peker i sin kritikk til teorien på at dette er det mest fremtredende problemet med teorien. Et annet aspekt er hvordan organisasjonen skal gå frem for å identifisere sine viktigste og mest innflytelsesrike interessenter. Mitchell et al. (1997) trekker frem makt, legitimitet og hastverk som avgjørende faktorer, og fysisk nærhet blir lagt til av Driscoll og Starik (2004) for en mer uttømmende liste. Interessenter med en eller flere av disse egenskapene blir ansett som strategisk viktige av forfatterne. I den senere tid har vesentlighetsanalyser vokst frem som et sentralt verktøy i arbeidet med interessenter. Verktøyet gir organisasjoner mulighet til å systematisere tilbakemeldingene fra omgivelsene og omsette disse i verdiskapende aktiviteter.

3. Modell

I denne delen presenteres en konseptuell modell, som er en visuell fremstilling av problemstillingen. Modellen knytter sammen relevante deler fra teori om bærekraft, finansielle instrumenter og interessenter, samt våre antakelser om sammenhengen mellom de ulike temaene. Den konseptuelle modellen vil utgjøre et fundament for del 6. *Analyse*.



Figur 5. Konseptuell modell

Først vil vi redegjøre for hvilke drivere vi har identifisert i teorien og bakgrunnen for dem. Dernest vil vi ta for oss ulike verktøyene for arbeid med bærekraft i kapitalforvaltning. Disse vil ikke bli beskrevet i dybde, ettersom dette er gjort i teorigjennomgangen. Det sentrale i denne delen vil derimot være sammenhengen mellom driverne for integrasjon og arbeid i praksis. Videre vil vi diskutere betydningen av interessenter før vi avslutningsvis vurderer hvordan samhandlingen mellom variablene kan si noe om graden av integrasjon av bærekraft.

3.1 Drivere for integrasjon av bærekraft

Teoridel 2.1 *Innføring i bærekraft* forsøker å besvare hvorfor bærekraft er sentralt, både for næringslivet generelt og for finansbransjen spesifikt. Fra teorien finner vi flere ulike forklaringer på hva som er motivasjonen bak integrasjon av bærekraft. Overordnet kan disse driverne kategoriseres i ansvar, risikoreduksjon og verdiskaping.

For det første er det et argument at bedrifter har et iboende ansvar for å jobbe mot bærekraftig utvikling (UN, 1987; GSIA, 2016), og ansvar er sådan en viktig driver for mange

finansinstitusjoner. Myndigheter og næringsliv anerkjenner dette ansvaret gjennom internasjonale avtaler, eksempelvis FNs bærekraftsmål og Parisavtalen - avtaler som fremmer betydningen av ansvarlig atferd for å sikre en bærekraftig utvikling. Et eksempel på ansvarlighet i næringslivet er CSR-aktiviteter. Til tross for at CSR er kritisert for å være på siden av kjernevirksomhet, handler CSR om at bedrifter har et ansvar for samfunnet de er en del av (Dahlsrud, 2008).

Risikoreduksjon er den andre driveren som fremkommer av litteraturgjennomgangen. Risiko er et sentralt element i kapitalforvaltning, og brukes gjerne for å omtale sannsynligheten for negative hendelser. Hvilke risikoer som er fremtredende avhenger blant annet av porteføljens bredde (UNEP FI, 2011). Universale eiere med tilstedeværelse i globale kapitalmarkeder er eksponert mot andre risikoelementer enn finansinstitusjoner med smalere porteføljer. Et eksempel er klimarisiko, som innebærer anerkjennelse av at miljømessige faktorer medfører økonomisk risiko. Dette er i stor grad akseptert i finansbransjen. Litteraturen beskriver imidlertid en økt oppmerksomhet mot at sosiale og styringsmessige faktorer, i tillegg til miljømessige faktorer, har økonomisk betydning for investeringer, omtalt som ESG-risiko (The European Commission, 2018b).

Den tredje driveren er verdiskaping, som handler om å gripe mulighetene bærekraftig utvikling bringer. Verdiskaping refererer til prosessen med å omforme ressurser for å dekke behov (Idsø, 2017). Dette involverer en antakelse om at bedrifter kan tjene på bærekraftig kapitalforvaltning, hvilket er i tråd med CSV, hvor målet er en produktivitet- og effektivitetsgevinst (Porter & Kramer, 2011). utfordringen er imidlertid å identifisere og gripe muligheter for verdiskaping. Vi vil forvente å observere at selskaper som drives av verdiskaping har god kunnskap om bærekraft, i tillegg til en omfattende interessentdialog. Interessentene er sentrale i forbindelse med å oppdage trender, og kjennskap til deres behov kan anses som et konkurransefortrinn (Khan et al., 2016).

3.2 Arbeid med bærekraft i kapitalforvaltning

I teoridel 2.2 *Finansielle instrumenter for bærekraft* diskuteres litteratur på hvordan finansbransjen jobber i praksis med bærekraft. Vi finner at finansbransjen benytter et høyt antall ulike verktøy og initiativer som er konstruert for å skape intensivt kapitalflyt mot formål som bidrar til bærekraftig utvikling (Edwards et al., 2017). Fra teorien finner vi at de viktigste aktivitetene er negativ og positiv screening, aktivt eierskap og rapportering på

bærekraft. Vi antar at finansbransjen benytter disse verktøyene i ulik grad, og med ulike formål. Avhengig av hva som er den underliggende motivasjonen bak bærekraftig atferd er det naturlig at finansinstitusjoner vil benytte ulike finansielle verktøy.

For finansinstitusjoner med ansvar som den viktigste driveren kan det være at arbeidet begrenser seg til negativ screening av selskaper som faller utenfor etiske standarder. Dette skyldes at ansvar som eneste driver i stor grad sammenfaller med CSR, og dermed kan sies å være på siden av kjernevirksomheten (Berliner & Prakash, 2015). Eksklusjon i seg selv fører imidlertid til et redusert investeringsunivers (Scholtens, 2014), og det er naturlig at det kan resultere i lavere avkastning. Slike selskaper vil dermed være villige til å akseptere lavere avkastning for å opptre i tråd med både egne og interessenters etiske minimumskrav.

Institusjoner som drives av risiko vil også gjennomføre negative screening. I motsetning til finansinstitusjonene som screener av etiske hensyn antar vi at de som er drevet av risikoreduksjon heller ekskludere uetiske selskaper fordi risikoen ved å være involvert er for stor. Dette begrunner vi med at det vil være nærliggende å anta at disse selskapene frykter å komme i medias søkelys med påfølgende tap av omdømme. Det antas videre at slike investorer har gode rutiner på risikohåndtering, og har god dialog med sine interessenter for å avdekke faremomenter. Vi forventer derimot ikke at dialogen inviterer til et samarbeid utover et minimum av hva som er nødvendig for å nøytralisere risikoelementet. Det kan også tenkes at selskapene som drives av denne faktoren vil se muligheter i blandet finans, på grunn av risikoreduksjonen som følger med dette verktøyet (BFT, 2018).

En motivasjon som grunner i langsiktig verdiskaping vil kreve en høyere grad av direkte engasjement, eksempelvis gjennom positiv screening og aktivt eierskap. Positiv screening kan bidra til verdiskaping ved at investorer bevisst velger ut selskaper til porteføljer basert på ESG-kriterier (Scholtens, 2014). Dette skiller seg fra negativ screening, som er motivert av etikk og risikoreduksjon heller enn verdiskaping. Positiv screening gjennomføres for å skape verdi, og er dermed i tråd med CSV (Porter & Kramer, 2011). Dette gjelder også aktivt eierskap, som tillater at man som investor kan påvirke et selskap i ønsket retning, gjennom eksempelvis stemmegivning og dialog.

Rapportering på ikke-finansielle mål fremkommer fra litteraturen som et viktig verktøy. Dette er tett knyttet til frivillige initiativer, ettersom initiativer medfører rapporteringskrav. Fra litteraturen finner vi at rapportering i noen grad gjennomføres for å fremstå mer ansvarlig, uten

at det har noen reell effekt på underliggende prosesser (Berliner & Prakash, 2015). Slik rapportering kan ikke sies å være et verktøy for integrasjon av bærekraft. Imidlertid antar vi at rapportering på reelle tiltak vil kunne føre til økt transparens, og sådan være en motivasjon til å fremsette mål for arbeid med bærekraft. Rapportering på bærekraft kan også være et viktig verktøy for å kunne identifisere bærekraftsrisiko. Dette gjelder hovedsakelig rapportering fra andre selskaper. Gjennom aktivt eierskap kan finansinstitusjoner pålegge bedrifter å rapportere på ikke-finansielle mål for å kunne inkludere ESG-informasjon i investeringsbeslutninger.

3.3 Interessentperspektivet som ramme

Interessentperspektivet er grunnleggende for integrasjon av bærekraft i arbeid med kapitalforvaltning. For en finansinstitusjon antar vi at investorer, kunder, media, myndigheter og ansatte er blant de mest fremtredende interessentene. I tråd med et utvidet interessentperspektiv inkluderes også naturen i denne sammenhengen (Driscoll & Starik, 2004). Hvorvidt en interessentgruppe kan påvirke drivere og arbeid med bærekraft kan tenkes å avhenge av hvor fremtredende den aktuelle interessentgruppen er. I følge litteraturen bestemmes dette av makt, legitimitet, hastverk og nærhet (Mitchell et al., 1997; Driscoll & Starik, 2004). Eksempelvis kan kunder stimulere til at en bedrift tar større ansvar gjennom å etterspørre bærekraftige fond. Videre kan media tenkes å fremme risiko som driver, ved at de belyser negative hendelser som kan svekke en virksomhets omdømme.

Interessenter vil kunne påvirke hvordan finansinstitusjoner arbeider med bærekraft i praksis. Ved å ha en god dialog med interessentene vil finansinstitusjoner eksempelvis kunne oppfatte endringer i preferanser, og dermed kunne tilby produkter som møter etterspørselen fra ulike kundegrupper. Slik innsikt kan oppstå gjennom vesentlighetsanalyser, som er en sentral del av mange finansinstitusjoners arbeid med bærekraft (Eccles & Youmans, 2016). For å oppnå verdiskapingspotensialet som er beskrevet i litteraturen, avhenger det av at man prioriterer de mest vesentlige aktivitetene. (Khan et al., 2016). For selskaper som drives av verdiskaping forventer vi dermed en omfattende dialog med en rekke interessentgrupper. På den andre siden kan finansinstitusjoner som drives utelukkende av risiko kunne antas å kun ta hensyn til sine primære interessenter, og utover dette ikke anse interessenter som en ressurs.

3.4 Integrasjon av bærekraft

Med integrasjon av bærekraft mener vi hvilken vekt ESG har i kapitalforvaltning. For at bærekraft skal være en sterkt integrert del av kjernevirksomhet må ESG-forhold være en sentral del av investeringsbeslutninger. Samlet sett vil drivere, valg av finansielle instrumenter og interessentinvolvering kunne si noe om i hvilken grad bærekraft er integrert i kjernevirksomhet. Som illustrert i modellen antar vi at driverne har en påvirkning på hvordan en finansinstitusjon arbeider med bærekraft i praksis. Driverne vil igjen være utsatt for påvirkning fra interessenter. Det kan dermed anføres at driverne og interessentene er viktigst for å vurdere graden av integrasjon. Hvilke aktiviteter som utføres kan sies å være et resultat av drivere og påvirkning fra interessenter, og er heller en indikasjon på integrasjonsnivået. Eksempelvis vil aktivt eierskap være en indikator på sterk integrasjon.

De identifiserte driverne kan påvirke graden av integrasjon av bærekraft. Verdiskaping som driver kan bidra til sterk integrasjon av bærekraft, ettersom finansinstitusjoner ser etter forretningsmulighetene som følger med bærekraftig utvikling (DNV GL, UN Global Compact & Sustainia, 2018). Ansvar som driver har også betydning for integrasjonsnivå, men blir i teorien ofte kritisert for å være på siden av kjernevirksomhet, og dermed ha begrenset påvirkning (Berliner & Prakash, 2015). Til slutt kan risiko være en kilde til integrasjon av bærekraft ved at ESG-faktorer inkluderes i risikovurderinger og investeringsbeslutninger.

Ulike interessentgrupper har betydning for integrasjon av bærekraft, både ved å påvirke drivere, og ved å legge føringer på aktiviteter. Primærinteressenter, herunder kunder og investorer, forventes å ha stor innflytelse på integrasjon av bærekraft. Vi forventer også å finne at integrasjon av bærekraft avhenger av hvor mange interessentgrupper en virksomhet tar hensyn til. En finansinstitusjon som inkluderer interessentgrupper utover primærinteressenter, eksempelvis interesseorganisasjoner, forventes å få kunnskap om arbeid med bærekraft i kapitalforvaltning som påvirker deres atferd, og følgelig ha et høyere nivå av integrasjon.

Basert på hvilke drivere som er styrende, hvordan en finansinstitusjon arbeider med bærekraft, og herunder hvordan interessenter involveres, vil vi anta å kunne si noe om i hvilken grad bærekraft er en integrert del av kjernevirksomhet. Vi forventer å kunne identifisere ulike grader av integrasjon, og presentere indikatorer for disse. Gradene vil strekke seg fra svak integrasjon av bærekraft i virksomheter som drives av ansvar i et CSR-perspektiv, til sterk integrasjon i finansinstitusjoner som er motivert av verdiskaping i et CSV-perspektiv.

4. Metode

I dette kapittelet presenterer vi studiens metodikk, og redegjør for de valgene vi har tatt vedrørende forskningsdesign, datainnsamling og analyse. Til slutt evaluerer vi kvaliteten av den helhetlige metodikken, herunder reliabilitet, validitet og etikk.



Figur 6. Oppbygging av metodedel

4.1 Forskningsdesign

Forskningsdesignet viser til den overordnede planen for hvordan forskningsspørsmålene skal besvares gjennom beskrivelse av datainnsamling og analyse (Saunders, Lewis og Thornhill, 2016). Det skilles mellom tre hovedgrupper av design; eksplorerende, beskrivende og forklarende. Denne studien har et eksplorerende design, ettersom et slikt design er hensiktsmessig når problemstillingen er kompleks og det er begrenset kunnskap på området man ønsker å studere. For å bidra med innsikt i hvordan den norske finansbransjen integrerer bærekraft kreves det at vi tilegner oss dybdekunnskap på området. Et eksplorerende design har bidratt til fleksibilitet i studien, men har også stilt krav til omstillingsdyktighet underveis. Vi vil i dette delkapitlet gjøre rede for forskningens filosofi, tilnærming, metode og strategi.

4.1.1 Forskningsfilosofi

Valg av forskningsfilosofi sier noe om hvilke forutsetninger studien er fundert på, hvordan forskningsspørsmålet er formulert, samt hvilken kunnskap som trengs for å oppnå et troverdig svar på det studien spør om (Saunders et al., 2016). I det følgende vil vi redegjøre for en interpretivistisk forskningsfilosofi med vekt på subjektive forutsetninger.

Forskningen vår har til hensikt å forklare hvilken betydning bærekraft har for ulike aktører i den norske finansbransjen. Med en slik tilnærming vil det ikke være tilstrekkelig å innhente objektive og standardiserte data fra et større antall respondenter, da dette ikke vil gi oss den innsikten vi ønsker. Vi mener derimot at forskningsspørsmålene best vil kunne besvares

gjennom meningsbærende innhold som tekst og tale. Denne typen data er vanskelig å innhente gjennom mer objektive verktøy som spørreskjemaer.

Studien har en interpretivistisk forskningsfilosofi på grunn av forutsetningen om subjektivitet, og basert på den kunnskapen vi forutsetter er nødvendig for å besvare forskningsspørsmålet. Interpretivismen søker etter å utvikle ny kunnskap gjennom forståelse og tolkning (Saunders et al., 2016), og samsvarer med forskningens mål og forutsetninger. Subjektive fortellinger og forståelser er foretrukket data for å besvare forskningsspørsmålet. En slik tilnærming stiller imidlertid krav til forskerens analyseferdigheter, og med komplekst tema er det avgjørende at vi evner å tolke dataen på en hensiktsmessig måte.

4.1.2 Forskningstilnærming

Enhver forskningsstudie vil inneholde elementer av teori, og hvordan denne teorien behandles sier noe om hvilken teoretisk tilnærming forskningen har. Det skilles i hovedsak mellom deduktiv og induktiv tilnærming (Saunders et al., 2016). I denne studien anser vi en induktiv tilnærming som mest formålstjenlig, ettersom det finnes begrenset forskning på bærekraft i finansbransjen. En slik tilnærming innebærer å benytte innsamlet data til å skape ny forståelse og bidra til teoriutvikling. En induktiv tilnærming går fra det konkrete og spesifikke til det mer generelle, ved å identifisere nye sammenhenger som kan bygge på eksisterende teori.

4.1.3 Forskningsmetode

I forskningen skilles det mellom kvantitativ og kvalitativ metode, som i hovedsak benytter seg av henholdsvis numerisk og ikke-numerisk data (Saunders et al., 2016). Med bakgrunn i forskningsfilosofien vår vil en kvalitativ metode være mest hensiktsmessig. Når forskningsspørsmålet kan formuleres som hvordan, er kvalitativ metode ofte best egnet (Kvale & Brinkmann, 2014). Vi ønsker å innhente subjektive fortellinger og synspunkter med formål om å utvikle dybdekunnskap om arbeid med bærekraft i finansbransjen. En kvalitativ metode vil blant annet tilrettelegge for en mer nyansert fremstilling av informasjon ved å tillate at informantene kan bringe nye dimensjoner inn i diskusjonen (Saunders et al., 2016). En slik forståelse vil være vanskelig å oppnå gjennom en kvantitativ metode med numeriske data.

4.1.4 Forskningsstrategi

Av Saunders et al. (2016) defineres en forskningsstrategi som forskerens detaljerte plan for å besvare studiens problemstilling. Det eksisterer en rekke ulike slike strategier, og i det følgende vil vi redegjøre for valget av casestudie. Hensikten med en casestudie er å studere et fenomen i sin virkelige kontekst, for så å utvikle ny innsikt (Saunders et al., 2016). Casestudie er mye brukt i eksplorerende studier, og er sådan i samsvar med øvrige metodiske valg. I vår studie ønsker vi å studere fenomenet bærekraft med den norske finansbransjen som kontekst. Ettersom vi studerer flere finansinstitusjoner, kan studien karakteriseres som en flercasestudie, der hver av finansinstitusjonene i utvalget fungerer som en case. Analysenivået i oppgaven er organisasjon, og tidshorisonten er en tversnittstudie. Dette innebærer at vi studerer holdninger til bærekraft i en organisasjon på et gitt tidspunkt. Hovedkilden til datainnsamling i en casestudie er intervjuer (Yin, 2009). Vi vil gjennomføre semistrukturerte dybdeintervjuer, som forklares nærmere i del 4.2.2 *Intervju*.

4.2 Datainnsamling

Ved en casestudie er det fordelaktig med data fra flere kilder for å oppnå dybdeforståelse (Saunders et al., 2016). Derfor har vi valgt å kombinere en dokumentanalyse med semistrukturerte dybdeintervjuer. Vi vil først presentere dokumentanalysen, før vi gjennomgår intervju som metode for datainnsamling. Videre vil utvalget og fremgangsmåten i datainnsamlingen presenteres.

4.2.1 Dokumentanalyse

En dokumentanalyse er en form for kvalitativ forskning hvor eksisterende informasjon tolkes for å gi ny innsikt om et tema (Bowen, 2009). Denne metoden har i vår studie blitt brukt som utgangspunkt for å opparbeide oss tilstrekkelig kunnskap om hva som gjøres innen bærekraft i finansbransjen, samt for å utforme relevante forskningsspørsmål. Analysen har omfattet offentlig tilgjengelige rapporter og dokumenter fra finansinstitusjoner og organisasjoner. Vi har lest et titalls bærekraftsrapporter, ESG-rapporter og årsrapporter publisert av selskaper. I tillegg har vi lest rapporter fra blant andre FN, EU, Norsif, Finans Norge, Blended Finance Taskforce og TCFD. Informasjonen fra dokumentanalysen kategoriseres som sekundærdata, ettersom den ikke er innsamlet spesifikt for denne studien (Saunders et al., 2016).

4.2.2 Intervju

Vi har valgt å benytte intervjuer som hovedkilde for datainnsamling. Bakgrunnen for dette er at intervjuer er hensiktsmessig for å oppnå dybdekunnskap om et tema (Kvale & Brinkmann, 2014). Intervjuforskning er anbefalt ved induktive undersøkelser av kvalitativ natur. Det kvalitative intervjuet søker kunnskap uttrykt i normalt språk, fremfor kvantifisering. Intervjuet resulterer i nyanserte redegjørelser av forskjellige aspekter, i dette tilfellet arbeid med bærekraft, som er det vi ønsket å oppnå.

Intervjuene har fulgt en semistrukturert form, som er en kombinasjon av strukturert og ustrukturert intervju (Saunders et al., 2016). Vi anså denne formen til å være mest formålstjenlig, da den gir tilstrekkelig åpenhet til at informanten kan belyse de dimensjoner som vedkommende mener er viktige innenfor de overordnede temaene (Johannessen, Christoffersen & Tuft, 2011). Intervjuene har vært sentrert rundt de tre hovedtemaene i teoridelen, uten at de har vært låst til spørsmål eller rekkefølge. Intervjuformen har slik åpnet for å tilpasse intervjuene til den enkelte respondent, slik at vi har kunnet stille spørsmålene som er mest relevante med tanke på informantens bakgrunn.

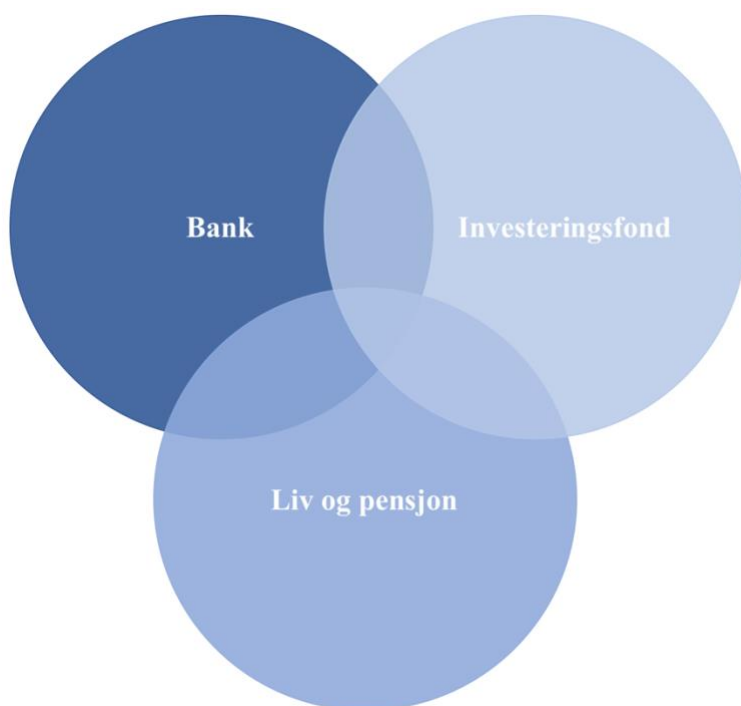
En intervjuguide ble utviklet i forkant av datainnsamlingen, og har fungert som et utgangspunkt for intervjuene (Se *Appendiks 3*). Denne omfatter spørsmål til hver av de sentrale delene av oppgaven. Under intervjuene startet vi med åpne spørsmål, etterfulgt av oppfølgings spørsmål. Vi har benyttet Elton Mayos intervjumetode, referert til i Kvale & Brinkmann (2014), som er anbefalt i kvalitativ intervjuforskning. Denne metoden inkluderer blant annet å rette full oppmerksomhet mot personen som intervjues, å lytte fremfor å diskutere, samt å sammenfatte hva som blir sagt for å bekrefte at vi har forstått informanten korrekt. Forskningsintervjuet er en interpersonell situasjon hvor kunnskap konstrueres i interaksjonen eller samspillet mellom flere parter (Kvale & Brinkmann, 2014). Intervjuer og informanten påvirker hverandre gjensidig. Som intervjuere må vi være i stand til å håndtere denne dynamikken.

4.2.3 Utvalg

I forkant av datainnsamlingen definerte vi et utvalg vi ønsket å intervju for kunne besvare den overordnede problemstillingen (Saunders et al., 2016). Et utvalg er en del av populasjonen, som i større eller mindre grad representerer hele populasjonen. Populasjonen i denne studien består av alle finansinstitusjonene som er registrert i Norge. I kvantitativ forskning er målet

ofte å generalisere funnene til en populasjon, og det er derfor nødvendig med et stort og representativt utvalg respondenter. I kvalitativ forskning bidrar derimot hver respondent med en betydelig mengde informasjon. I følge Kvale og Brinkmann (2014) kan et for høyt antall respondenter derfor svekke kvaliteten på forskningen. Vi forsøkte å etterstrebe en størrelse på utvalget som gjorde det mulig å håndtere datamaterialet på en meningsfull måte.

Vi grupperte institusjonene i banker, liv og pensjon, samt investeringsfond (se *Figur 7*). Målet med studien har vært å oppnå innsikt i hvordan den norske finansbransjen integrer bærekraft i kapitalforvaltning. For å oppnå denne innsikten har vi prioritert å intervju representanter fra et bredt utvalg av norske finansinstitusjoner. Det er en åpenbar overlapp mellom disse kategoriene. Eksempelvis vil Nordea, som vi har inkludert som en bank, inngå i alle tre kategorier. Grupperingen er altså ikke ment som absolutte grenselinjer, men heller som en metode for å sørge for at en bredde av finansnæringen blir representert i studien.



Figur 7. Gruppering av utvalget

Vi har valgt å intervjuet et utvalg på ti finansinstitusjoner (se *Appendiks 4*). Antallet antas å være tilstrekkelig for å oppnå innsikt i arbeidet med bærekraft fra flere perspektiver i den norske finansnæringen. Dette støttes av Saunders et al. (2016) som hevder at 5-25 respondenter er passende ved semistrukturerte dybdeintervjuer. Informantene er ansatte som arbeider med bærekraftsspørsmål i det daglige, og posisjoneres dermed som eksperter på bærekraft i sine respektive organisasjoner.

Det eksisterer i virkeligheten flere ulike typer institusjoner innenfor hver av kategoriene. Eksempelvis er investeringsfond en bred kategori som omfatter fond med ulike typer virksomhet, som private equity og mutual funds. Videre omfattes både private og offentlige fond. Vi har forsøkt å ta høyde for dette ved å intervjuet representanter fra ulike typer fond. Det har videre vært et mål å inkludere institusjoner med ulik størrelse på forvaltningskapital. Med forvaltningskapital menes samlede aktiva og eiendeler. Vi har etterstrebet å inkludere institusjoner langs skalaen som eksisterer innenfor de ulike kategoriene. Se *Appendiks 5* for oversikt over forvaltningskapital.

Samlet sett er informantene i studien valgt på bakgrunn av hva slags institusjon de representerer, samt størrelse på institusjonens forvaltningskapital. Dette er illustrert i *Figur 8*, hvor pilene representerer økende størrelse på forvaltningskapital. Det må nevnes at størrelsene kun er representert i relativ forstand.



Figur 8. Utvalg etter type og forvaltningskapital

4.2.4 Fremgangsmåte

Datainnsamlingen består av flere faser. Vi har benyttet en systematisk fremgangsmåte bestående av syv faser, som anbefalt i Kvale og Brinkmann (2014). De syv fasene av intervjustudiet omfatter tematisering, design, intervju, transkripsjon, analyse, verifikasjon og rapportering. Fasene av studiet har ikke fulgt en lineær progresjon, men i tråd med det eksplorerende designet har vi hatt en mer dynamisk prosess.

Intervjuprosessen stiller høye krav til forberedelse og kompetanse (Kvale & Brinkmann, 2014). For å oppnå tilstrekkelig kontekstuell kunnskap har vi som en del av dokumentanalysen lest bærekraftsrapporter fra finansinstitusjoner, i tillegg til rapporter fra blant annet FN og EU på temaet. Videre har innledende samtaler med eksperter vært en verdifull kilde til kunnskap om temaet. Se *Appendiks 1* for oversikt over denne kontakten. Disse samtalen har hjulpet oss i arbeidet med å utforme aktuelle forskningsspørsmål og en relevant intervjuguide.

For å kunne sette sammen et hensiktsmessig utvalg har vi arbeidet for å oppnå kunnskap om den norske finansbransjen. Vi var nødt til å vite hvilke institusjoner som eksisterte, hva deres kjernevirksomhet var, samt hva de publiserte av informasjon om arbeid med bærekraft. Videre jobbet vi for å finne ut hvem i organisasjonen som håndterte bærekraftsspørsmål. Informantene har hovedsakelig blitt funnet ved hjelp av internettsøk. I enkelte tilfeller ble vi anbefalt å ta kontakt med andre som ville være bedre egnet til å besvare spørsmålene. To av informantene har vi også hatt kontakt med i de forberedende fasene av arbeidet med oppgaven.

Vi tok målrettet kontakt med intervjuobjektene på mail med forespørsel om deltakelse i studien. Her ble det gitt bakgrunnsinformasjon om studien for å stimulere til deltakelse (se *Appendiks 2*). En slik tilnærming baserer seg på frivillig deltakelse og selv-seleksjon hvor intervjuobjektene selv tar beslutningen om deltakelse. utfordringer ved selv-seleksjon blir diskutert i dybde i del *4.4 Evaluering*.

Alle intervjuene ble gjennomført over telefon i april 2018, og varte i omtrent én time. Valget om å gjennomføre telefonintervjuer ble gjort på bakgrunn av økonomiske begrensninger. I starten av intervjuene ba vi om tillatelse til å ta lydopptak av intervjuene. Vi informerte også om konfidensialitet, anonymitet og datalagring. I etterkant ble samtlige intervjuer transkribert for å forberede datamaterialet til analyse. I denne prosessen inkluderte vi også ikke-verbalt språk, som eksempelvis latter.

4.3 Dataanalyse

Det finnes flere ulike analyseformer som kan velges for å analysere kvalitative data (Saunders et al., 2016). Valg av analysemetode bør være i tråd med forskningstilnærming, som i denne studien er induktiv. Induksjon er en prosess som består av å observere flere tilfeller for å si noe generelt om utvalget (Kvale & Brinkmann, 2014). Med bakgrunn i en induktiv tilnærming har dataanalysen omfattet en grundig undersøkelse av datagrunnlaget for å identifisere mønstre, og deretter formuleringer av mulige forklaringer på disse mønstrene (Saunders et al., 2016).

4.3.1 Tematisk analyse

Vi har benyttet oss av en tematisk analyse, som er en strukturert og fleksibel måte å analysere kvalitative data (King & Horrocks, 2010). Analysen består av en prosess som innebærer å organisere dataen etter temaer. Oversikten over temaer fungerte som et begrepsmessig rammeverk som har vært under konstant revidering. Se *Appendiks 7* for et utdrag av hvordan vi har utarbeidet den tematiske analysen ved bruk av koding og kategorier. Det begrepsmessige rammeverket fasilitererte en studie av sammenhenger og relasjoner (King & Horrocks, 2010). Denne metoden var hensiktsmessig ettersom vi ønsket å tematisere betydningen av informantenes uttalelser for å finne mønstre på tvers av gruppene. I tillegg var den passende for vår studie med hensyn til utvalgsstørrelsen og intervju lengden.

4.3.2 Kodingsprosessen

Tematisering innebærer å utvikle et hierarki av koder (King & Horrocks, 2010). Kodingsprosessen gir god oversikt og er derfor nyttig ved store datamengder. I tillegg består den av konkrete trinn som er oversiktlige å følge. Arbeidet startet med å identifisere koder eller kategorier som tilrettela for forståelse av den innsamlede dataen. Kodingsprosessen kan enten være begrepsstyrt eller datastyrt (Saunders et al., 2016). Begrepsstyrt koding bruker koder som forskeren har utviklet på forhånd. Dette kan skje ved å benytte eksisterende litteratur på området, eller ved å bruke allerede innsamlet data. Datastyrt koding innebærer at forskeren begynner uten koder og utvikler dem gjennom avlesninger av materialet. Vi benyttet en kombinasjon av disse tilnærmingene til koding, ettersom dette tillot oss å inkludere kategorier som fremkom under forberedende samtaler og dokumentanalyse.

4.3.3 Analyse av sammenhenger

Målet med kodingsprosessen er å utvikle kategorier som forbereder datamaterialet for analyse (Saunders et al., 2016). Vi utarbeidet en sammenfattet temaoversikt som vi koblet til de tre temaene i den konseptuelle modellen. Hensikten var å kunne kartlegge likheter og forskjeller, og videre utvikle påstander om sammenhenger. For å kunne påstå at det eksisterer en sammenheng mellom kategoriene er det nødvendig å teste om disse er reelle (Saunders et al., 2016). I kvalitativ analyse innebærer dette å søke alternative forklaringer på sammenhengene. På denne måten har vi kunnet formulere solide konklusjoner på bakgrunn av intervjuene vi har gjennomført. I kvalitativ metode er det sentralt at datainnsamling og analyse er en dynamisk prosess som ikke følger en lineær utvikling (Saunders et al., 2016). Analysen skjer i løpet av datainnsamlingen så vel som etter. Dette har vært gjeldene i vår studie, med en induktiv tilnærming til forskningen.

4.4 Evaluering

I denne delen vil vi vurdere studiens kvalitet, med hensyn til reliabilitet og validitet. Avslutningsvis diskuteres etiske utfordringer.

4.4.1 Reliabilitet

Reliabilitet i forskning omhandler en studies pålitelighet og hvorvidt den genererer konsistente funn (Saunders et al., 2016). En studie har høy reliabilitet dersom andre forskere kan replisere studien og oppnå tilsvarende funn. Med bakgrunn i denne studiens kvalitative metodikk er det imidlertid mer passende å vurdere reliabilitet ved hvorvidt andre forskere vil anse funnene som troverdige, gitt den innsamlede dataen (Lincoln & Guba, 1985). Resultatene våre vil være et produkt av nåtidens virkelighet og informantenes holdninger, som igjen vil endres med tiden. Samfunnet har eksempelvis en annen forståelse av bærekraft i dag enn da det først ble introdusert av Brundtland-kommisjonen i 1987. Oppgaven vil ha høy reliabilitet dersom resultatene, gitt dataen som en innsamlet, gir et fornuftig bilde på dagens virkelighet. Ettersom temaet for oppgaven er i stadig endring vil vi øke reliabiliteten ved å være gjennomiktig i de metodiske valgene, analysen og den generelle fremgangsmåten vi har benyttet oss av. Transparens i studien er sentralt når forskningsmetoden ikke har som mål å produsere generaliserbare og konsistente funn (Saunders et al., 2016). Det stilles derfor høye krav til

studiens evne til å forklare og beskrive de valg og forutsetninger som er tatt underveis, datainnsamlingsprosessen, samt konteksten studien er skrevet i.

Trusler mot reliabilitet er forskerbias og -feil, samt deltakerbias og -feil (Saunders et al., 2016). I kvalitativ metode er analysen i stor grad avhengig av hvordan forskeren tolker dataen. I tillegg til forutinntatte holdninger kan feil og misforståelser svekke reliabiliteten. Det har vært nyttig å være to forskere for å kunne bruke hverandre som en kontroll på at vi tolker utsagn på en korrekt måte. Videre har bruken av lydopptaker vært verdifullt for å unngå uriktige gjengivelser eller tolkninger av dataen. Informantene har fått tilsendt et utkast av oppgaven og hatt mulighet til å komme med tilbakemeldinger. På denne måten har tolkningene våre blitt kontrollert og godkjent. I tillegg til primærdata fra intervjuer har vi benyttet sekundærdata i dokumentanalysen. Denne analysen har hatt som mål å bidra til nyansering og bakgrunnsinformasjon, og vi har vurdert funnene opp mot primærdataen.

4.4.2 Validitet

Validitet omhandler studiens gyldighet (Saunders et al., 2016). I hvilken grad metoden som benyttes faktisk måler det studien har til hensikt å måle, er et av de viktigste vurderingspunktene. Det skilles mellom intern validitet, ekstern validitet og begrepsvaliditet. Intern validitet er etablert når forskningen påviser en kausal sammenheng mellom to variabler. Dette er ikke relevant for vår eksplorerende studie, ettersom formålet med studien har vært å oppnå innsikt i et fenomen heller enn å teste kausale sammenhenger. Vi vil derfor kun vurdere studiens begrepsvaliditet og eksterne validitet.

Begrepsvaliditet handler om hvorvidt begrepene er operasjonaliserte (Saunders et al., 2016). Dette er en utfordring i kvalitativ forskning, og vi har derfor vært bevisste på at alle informantene skal forstå begrepene som brukes, slik at de svarer på det vi har hatt som intensjon å måle. Vi har imidlertid valgt å ikke definere bærekraft eksplisitt overfor informantene, ettersom dette har inngått som en del av analysen. Dette valget kan ha svekket begrepsvaliditeten, men like fullt har det vært nødvendig for å få frem nyansene av utvalgets forståelse av bærekraft. For å øke begrepsvaliditeten utviklet derfor vi en teoretisk fundert intervjuguide som ble kvalitetssikret av veileder og pilottestet på en ekspert. På bakgrunn av tilbakemeldinger endret vi enkelte spørsmål for å bedre fange opp informasjonen vi ønsket. I forkant av hvert intervju sendte vi en mail til informantene med bakgrunn for oppgaven og

temaene vi ønsket å snakke om. På denne måten fikk respondentene tid til å reflektere før selve intervjuet, i tillegg til muligheten for å stille oppklarende spørsmål.

Ekstern validitet refererer til generaliserbarheten av studiens funn (Saunders et al., 2016). Grunnet oppgavens metodiske valg, herunder kvalitativ datainnsamling, vil ekstern validitet være lav. Dette er et typisk kjennetegn ved eksplorerende forskningsdesign. Utvalget vårt består av få informanter og deltakelse har vært basert på selv-seleksjon. Følgelig har vi et lite og ikke-randomisert utvalg som egner seg dårlig til å generalisere på vegne av en større populasjon eller til andre situasjoner. Institusjonene er valgt basert på to kriterier: størrelse på forvaltningskapital og type virksomhet. Vi har ikke inkludert hele bredden av aktører i finansbransjen, men vi vurderer at utvalget samlet sett representerer majoriteten av norske finansinstitusjoner.

4.4.3 Ethiske vurderinger

Ethiske utfordringer kan oppstå i alle stadier av et forskningsprosjekt. Som forsker er det viktig å være bevisst på at man ivaretar både dem som er direkte inkludert i prosjektet, og dem som kan bli påvirket av forskningen (Saunders et al., 2016). Vi har gjennomgående jobbet for at studien skal holde en høy etisk standard, og dette har vært hensyntatt i metodiske valg, datainnsamling og analyse.

For å unngå at noen blir skadelidende av forskningen er det viktig å ta hensyn til anonymitet og konfidensialitet (Saunders et al., 2016). Dette er spesielt relevant med få, navngitte informanter, som i vårt tilfelle. For å ivareta dette har vi vært spesielt påpasselige med datalagring og databehandling. Siden vi behandler personopplysninger som navn, mail og organisasjonstilhørighet, er studien meldt inn til Personvernombudet for forskning (NSD). Hensikten med å melde inn studien var å få klarhet i hvordan personopplysninger behandles, samt å øke studiens troverdighet.

Vi har vært forsiktige med å trekke slutninger på bakgrunn av intervjuobjektene uttalelser. Ved at vi begge har vært tilstede under intervjuene har vi redusert sjansen for å ilegge informantene meninger eller tolke deres budskap feil. Informantene har dessuten hatt mulighet til å lese oppgaven for å godkjenne fremstillingen og informasjon vi har delt. Dette ble også opplyst om i hvert intervju slik at det ikke skulle være usikkerhet rundt bruk av innsamlet data. I de teoretiske og metodiske delene har vi vært påpasselige med å gi nøyaktige henvisninger til tidligere arbeid ved bruk av kildehenvisninger.

5. Resultater

I denne delen presenteres funnene fra den tematiske analysen som er basert på kodingen av transkriberte intervjuer. All informasjon som presenteres i denne delen har fremkommet under intervjuer med informantene, og det vil derfor ikke bli henvist til eksterne kilder. Vi strukturerer fremstillingen etter forskningsspørsmålene:

F1: Hva er drivere for integrasjon av bærekraft i kapitalforvaltning?

F2: Hvordan arbeider finansbransjen med bærekraft?

F3: Hvordan inkluderes interessenter i arbeid med bærekraft?

5.1 Drivere for integrasjon av bærekraft

En driver kan defineres som motivasjon til å gjennomføre en handling. Vi studerer hva som driver finansinstitusjonene i utvalget til å integrere bærekraft i kapitalforvaltning. Informantene i utvalget vårt belyser en rekke drivere, hvor viktigheten av disse vektlegges i ulik grad. Fra kodingsprosessen har vi identifisert fire sentrale grupperinger av drivere for integrasjon av bærekraft: krav og etterspørsel, risiko, ansvar og verdiskaping.



Figur 9. Drivere for integrasjon av bærekraft

Det har vært et bevisst valg å ikke definere vår forståelse av bærekraft, med heller prøve å forstå hva informantene legger i begrepet. Flere av informantene mener at bærekraft er et relativt vagt begrep, og viser til at det brukes og misbrukes i stor skala. En informant hevder at en utfordring ved begrepet er at det av mange assosieres utelukkende med klima og miljø, og dermed fører til at de andre dimensjonene ofte ignoreres.

Man må bare ikke glemme at bærekraft er mer enn det grønne (Bank)

I forlengelsen av dette mener åtte informanter at ESG er et mer passende begrep, hvor både miljømessige, sosiale og styringsmessige hensyn er relevante. De to respondentene som ikke nevner ESG, snakker i stedet om samfunnsansvar.

5.1.1 Krav og etterspørsel

Krav og etterspørsel som driver for integrasjon av bærekraft handler om at finansinstitusjonene i utvalget opplever forventninger fra omgivelsene sine. Denne driveren er ulikt representert i utvalget. De fleste drives ikke primært av slike krav, men det er likevel noe alle finansinstitusjonene må tilpasse seg i høyere grad enn tidligere. Dette begrunnes med at interessentene er blitt flere og mer drivende, og at arbeid med bærekraft ikke oppleves like frivillig som før. Samtlige informanter nevner krav fra myndigheter som en driver for integrasjon, med GDPR som et eksempel.

Vi har satt GDPR på agendaen i alle selskapene våre, og alle skal operere i tråd med lover og reguleringer innen fristen. Det er jo ikke noe alternativ til det (Investeringsfond)

Andre krav kommer fra investorer og kunder som forventer at pengene deres forvaltes i tråd med internasjonale standarder. En informant forteller at leverandører av kapital kan stille krav til finansinstitusjoner som skal låne penger fra internasjonale finansmarkeder. Disse kravene omfatter gjerne bærekraftsmål. En annen beskriver at de i enkelte tilfeller skreddersyr fond og produkter til kundegrupper på bakgrunn av preferanser og verdier.

Vi har en god del aksjeprodukter som ikke investerer i gambling, alkohol eller vanlige våpen. Det er nettopp på grunn av at vi har en del stiftelser, organisasjoner og pensjonskunder som ikke ønsker å være investert i dette (Bank)

Videre kan ulike internasjonale initiativer bidra til at bærekraft blir integrert i høyere grad av finansbransjen. En informant forklarer at dette skyldes at økt transparens øker presset mot virksomhetene ved at interessentene vurderer dem opp mot hverandre. En annen informant oppgir at finansinstitusjonen har vurdert hva konkurrenter gjør, for så å kopiere enkelte tiltak.

5.1.2 Risiko

Risiko er et sentralt begrep i finansbransjen, og risikoreduksjon nevnes som en viktig driver for integrering av bærekraft i kapitalforvaltning av majoriteten av våre informanter. Korrekt prising av risiko er sentralt for at kapital kanaliseres dit den gir best avkastning. Blant finansinstitusjonene i utvalget identifiseres en bevissthet på at bærekraft er en viktig del av denne risikoen, og at manglende kontroll på ESG-faktorer kan påvirke både omdømme og finansielle resultater.

Bærekraft har kommet inn som en reell risiko (Bank)

Klimarisiko er et etablert begrep som nevnes av flere informanter. To eksempler på hvorfor dette er relevant for finansbransjen belyses. Det første er regulatorisk risiko som ligger i overgangen fra dagens utslippsintensive modell til et utslippsnøytralt samfunn. Som en investor ligger det en risiko i hvordan man posisjonerer seg i denne transformasjonen. Det andre er den fysiske risikoen som omhandler påvirkningen klimaet har på enkeltelskaper og porteføljer som helhet. Her inngår miljøkatastrofer og ytre påvirkning som kan ødelegge materielle eiendeler. Å prise klimarisiko er en anbefaling i Parisavtalen.

Håndtering av klimarisiko er kanskje den dimensjonen av ESG hvor finansbransjen har kommet lengst. Forklaringen på dette er todelt. To informanter hevder at måling av klimaindikatorer er enklere enn måling av sosiale indikatorer. En annen informant forklarer at naturen utgjør den ytre grensen for næringslivet, og dermed er spesielt kritisk. Vannrisiko nevnes som et eksempel på en type klimarisiko som er viktig fra et bærekraftperspektiv siden vann er en begrenset ressurs.

Flere informanter nevner imidlertid at bærekraftsrisiko, som også inkluderer sosiale og styringsmessige forhold, er vel så relevant, selv om man ikke har kommet like langt på dette området. Som del av FNs veiledende prinsipper for næringsliv og menneskerettigheter er det definert hvordan selskaper skal gjøre *due diligence* der det er risiko for at individer blir utsatt for menneskerettighetsbrudd. Menneskerettigheter og arbeidsrettigheter er også en sentral del av FNs Global Compact. En informant hevder at den sosiale dimensjonen utgjør en mer indirekte risiko.

Indirekte så er det en stor risiko for bedriften. Dersom det viser seg at man har grove menneskerettighetsbrudd i leverandørkjeden eller hos en kunde vi har gitt utlån til, så er det en klar omdømmerisiko (Bank)

Bærekraftsrisiko er altså tett knyttet til omdømme og tillitt. Omdømmerisiko ble nevnt av flere informanter som sentralt. Manglende håndtering av bærekraftsrisiko kan føre til negativ omtale i media, som er ødeleggende for tillitt. Panama Papers trekkes frem som et eksempel på en sak som svekker bankenes tillitt.

Uansett hva jussen sier, hvis du gjør noe som er utenfor hva folk synes er OK, så mister du tillitt. Mister du tillitt mister du forretningsgrunnlaget ditt (Bank)

En utfordring som blir belyst er at bærekraftsrisiko ofte er på siden av vanlig risikohåndtering. En informant beskriver dette som meningsløst, ettersom det ikke er noe annerledes med bærekraftsrisiko enn annen risiko. Flere hevder imidlertid at finansinstitusjonene arbeider med å integrere bærekraftsrisiko i høyere grad i den helhetlige analysen av investeringsmuligheter.

5.1.3 Ansvar

Ansvar som driver for integrasjon av bærekraft går på hvorvidt en organisasjon handler på en bærekraftig måte ut ifra et ønske om å være ansvarlig i seg selv. Ansvar for å opptre etisk riktig er noe flere informanter diskuterer som en viktig driver bak arbeidet med bærekraft. Dette ansvaret tar flere former. Et sentralt poeng er at det å forvalte kapital på vegne av kunder medfølger en plikt til å handle på en ansvarlig måte. Dette er tett knyttet til tillitt og omdømme.

Videre nevnes ansvar som følger med det å være en samfunnsaktør, både på lokalt og globalt nivå. Tre av informantene benytter begrepet samfunnsansvar. På lokalt nivå handler dette om å bidra i lokalsamfunnet, mens det på et globalt nivå innebærer å bidra til bærekraftig utvikling. Uavhengig av nivå understreker flere at alle bedrifter har et ansvar for å vurdere hvordan man påvirker omgivelsene sine, og gjøre det man kan for å unngå negative eksternaliteter.

Flere hevder også at det å være en aktør i finansbransjen medfører et spesielt ansvar, ettersom finansbransjen spiller en sentral rolle i nå FNs bærekraftsmål, ved å allokere kapital mot bærekraftige og innovative løsninger. Et annet moment som nevnes er ansvaret finansbransjen har for å sikre og bevare økonomisk stabilitet.

Jeg tror man har en stor mulighet, men også et veldig stort ansvar, ved å være i finansbransjen på det tidspunktet vi er nå (Liv og pensjon)

En informant belyser imidlertid at ansvarlighet som motivasjon for å integrere bærekraft i kapitalforvaltning ikke er nok til å alene drive utviklingen. Vedkommende nevner at etiske vurderinger må ligge til grunn, men at det må være forretningsmessig fornuftig å integrere bærekraft for at utviklingen skal eskalere i fart.

Jeg kommer derfor ikke til å si etikk så mye, selv om det er forferdelig viktig. Det er ikke det som kommer til å drive det fremover. Jeg har blitt litt realist fordi jeg er opptatt av resultater (Bank)

5.1.4 Verdiskaping

Verdiskaping er en fremtredende driver for integrasjon av bærekraft blant majoriteten av finansinstitusjonene i utvalget. Det er et gjennomgående argument at integrasjon av ESG og bærekraft i kapitalforvaltning har en effekt på langsiktig lønnsomhet. Flere ulike kilder til verdiskaping nevnes. Overordnet har alle informantene en lang tidshorisont, og dette er særlig gjeldende for pensjonsfondene i utvalget.

Bærekraft og langsiktig sparing går hånd i hånd. Hovedargumentet er at vi tror at verden går i en mer bærekraftig retning. Hvis man da investerer i henhold til det så vil man få høyere avkastning på investeringene man gjør (Liv og pensjon)

De fleste informantene hevder at det er forretningsmessig lønnsomt å integrere bærekraft i kapitalforvaltning. Dette innebærer en oppfatning om at bærekraftige investeringer er konkurransedyktige med andre investeringer, og i mange tilfeller gir meravkastning. Flere hevder at finansbransjen har gått bort fra en forestilling om at man må velge mellom å være lønnsom og ansvarlig, med andre ord at det ikke lenger eksisterer noen avveining.

På kort sikt tror jeg du kan nedprioritere bærekraft, men hvis du skal lykkes best mulig på lang sikt tror jeg ikke du kommer unna å ha det som en integrert del av strategien din (Investeringsfond)

Flere eksempler på verdiskapingspotensialet trekkes frem. Blant annet nevnes styringsmessige forhold av tre informanter som helt avgjørende for verdiskaping. Dette handler om å ha på plass gode rutiner og styringssystemer, i tillegg til å skape mulighetsrom for innovasjoner og tilrettelegge for hurtig omstilling. Videre hevdes det at likestilling mellom kjønn i styrer og ledelse korrelerer positivt med lønnsomhet. En annen kilde til verdiskaping ligger i å identifisere og gripe muligheter som følger med bærekraftig utvikling. I den forbindelse er kunnskap og kompetanse sentralt. En av informantene hevder at utfordringen ligger i å skape en forståelse, slik at forvaltere greier å se nye muligheter og nye risikoer.

Uten kunnskap og forståelse kommer det ikke ny handling (Bank)

Representanter fra finansinstitusjonene i utvalget som investerer direkte i selskaper vektlegger i høyere grad viktigheten av å øke kompetansen i disse selskapene, nettopp med mål om å øke verdiskapingen. En av informantene fra et investeringsfond forteller at de er blitt foretrukket som kjøper av selskaper fordi de har kompetanse på å utvikle bærekraftige selskaper. Samme

investeringsfond har også god erfaring med å skape verdi gjennom å benytte kunnskap på tvers av selskapene i porteføljen. På så måte fungerer kunnskap som et konkurransefortrinn for dem.

5.2 Arbeid med bærekraft i kapitalforvaltning

Et høyt antall ulike finansielle virkemidler benyttes i arbeidet med bærekraft. Når det gjelder hvem som gjennomfører arbeidet, representerer finansinstitusjonene i utvalget hele skalaen fra utkontraktering av arbeid med bærekraft, til å ha et internt ESG-team. Finansinstitusjonene varierer også med tanke på nærhet til selskaper de har eierandeler i. Noen investerer direkte i selskaper, mens andre investerer indirekte gjennom fond. Uavhengig av hvor ansvaret ligger og nærhet til selskaper har vi i den tematiske analysen identifisert seks hovedgrupperinger av virkemidler: Negativ screening, positiv screening, integrering av ESG-faktorer, aktivt eierskap, investeringer med bærekrafttema og rapportering.



Figur 10. Finansielle instrumenter for bærekraftig kapitalforvaltning

5.2.1 Negativ screening

Negativ screening handler om å ekskludere selskaper fra investeringsuniverset. Dette skiller seg ut som den vanligste og mest tradisjonelle måten å arbeide med bærekraft i utvalget. Flere grunner til å ekskludere selskaper nevnes. Ofte gjøres utelukkelse på grunnlag av etiske eller verdibaserte vurderinger, som eksempelvis krenkelser av menneskerettigheter. Andre årsaker til negativ screening kan være produksjon av tobakk, klasevåpen og kjernevåpen, grov korrupsjon eller alvorlig miljøskade. Også selskaper som produserer kull eller kullbasert energi ekskluderes av flere. Flere av finansinstitusjonene i utvalget har offentlige oversikter over ekskluderte selskaper.

NBIMs retningslinjer fungerer, i følge en informant, som en gullstandard for den norske finansbransjen, spesielt når det gjelder negativ screening. Flere av finansinstitusjonene i

utvalget følger deres anbefalinger, i tillegg til at alle har sine egne etiske standarder. Noen fond screenes med strengere standarder enn andre, og appellerer til kunder som ønsker å investere i fond som samsvarer med deres verdier. Videre inngår negativ screening for flere som en del av risikohåndtering. En informant eksemplifiserer at de reduserer strukturell risiko ved å ekskludere selskaper innenfor bransjer som er utsatt for reguleringer fra myndighetene, som gambling og tobakk. Flere beskriver imidlertid utelukkelse som en symbolhandling.

Vi har alltid vært åpne om hvilke selskaper vi utelukker og hvorfor. Det har gjort at det har vært en del oppmerksomhet rundt det, selskaper får det med seg og bryr seg på en annen måte enn de kanskje ville gjort ellers. Da har negativ screening kanskje vært en medvirkende faktor til at det skjer forbedringer (Liv og pensjon)

Overdreven bruk av negativ screening kan derimot føre til at virkemidlet mister sin kraft. Dette kan i tillegg føre til at det blir vanskelig å levere på finansielle krav. To informanter stiller spørsmål ved effekten av eksklusjon i det store og hele når såkalte *vice funds*, ofte kalt sosialt uansvarlige fond, har kapital klar når ansvarlige investorer trekker seg ut.

For å oppnå en effekt av utelukkelse fremheves viktigheten av observasjon og varsler i forkant dersom man allerede er investert i et selskap. Dette gir mulighet til forbedring. Dialog og planer for forbedring i etterkant av en utelukkelse kan danne grunnlag for å igjen inkludere selskapet i porteføljen. Slik kan utelukkelse ha en positiv effekt på selskapenes adferd.

5.2.2 Positiv screening

Positiv screening er en investeringstilnærming hvor selskaper som skiller seg positivt ut på ESG-resultater håndplukkes til porteføljen. Det kan være fordi de produserer bærekraftige produkter og tjenester, eller at de har en spesielt ansvarlig forretningsdrift. Tre av informantene nevner *løsningselskaper*, også kalt morgendagens vinnere, selskaper som ser etter muligheter innenfor det grønne skiftet. Dette kan være selskaper som produserer innovativ teknologi eller grønn energi, hvor Borregaard og Tomra nevnes som eksempler.

Når du sitter med en bred global portefølje og forvalter den, så ser du etter selskaper som utnytter vekstmulighetene som ligger i FNs bærekraftsmål (Bank)

Positiv screening kan skje innenfor en sektor, for eksempel at man plukker ut de mest lovende selskapene innenfor grønn energi. Det kan også skje på tvers av sektorer, hvor selskaper identifiseres på grunnlag av vesentlige KPIer. Disse kan være knyttet til FNs bærekraftsmål.

Eksempelvis trekkes mål nummer 5, likestilling mellom kjønnene, frem som et eksempel på et finansielt relevant mål.

Sammensetningen av styret, at kjønnsfordelingen i styret og styreledelsen ligger nærmere femti prosent, har en direkte positiv korrelasjon med lønnsomheten i selskapet (Liv og pensjon)

Positiv screening omfatter ikke nødvendigvis bare selskapene som presterer best på ESG-faktorer, men også selskaper med potensiale til å gjøre det bedre. En av informantene forklarer at de bevisst skaper meravkastning ved å velge veldrevne selskaper som har forbedringspotensial på ESG-faktorer.

Over tid har vi sett at det ikke bare er nedsiderisiko, men at man også kan se muligheter ved å plukke selskaper som er på bedringens vei hva gjelder miljømessige, sosiale og styringsmessige problemstillinger (Investeringsfond)

En av informantene fra et investeringsfond nevner betydningen av å investere i selskaper som har vekstpotensial, såkalte vekstcase. De leter aktivt etter selskaper med gode posisjoner og vedvarende konkurransefortrinn. I denne vurderingen er bærekraft sentralt.

5.2.3 Integrering av ESG-faktorer

Selskaper som systematisk integrerer miljømessige, sosiale og styringsrelaterte faktorer i finansiell analyse og investeringsbeslutninger erkjenner at disse faktorene, på lik linje med andre faktorer, medfører muligheter og risiko av finansiell betydning. Dette er knyttet til de andre verktøyene, ettersom analyser ligger til grunn for avgjørelser om utelukkelse og investering i løsningsselskaper. Finansinstitusjonene i vårt utvalg har integrert ESG-faktorer i ulik grad. For to av finansinstitusjonene er ESG-perspektiver sentralt i samtlige finansielle analyser, mens enkelte ikke anser det som relevant.

Integrering av ESG-faktorer nevnes i hovedsak i forbindelse med investeringsbeslutninger. Utvalget uttrykker en felles forståelse av at disse faktorene har en langsiktig effekt på investeringens resultater. Fra å ha utvalgte fond som screenes, beveger finansbransjen seg i en retning av ESG-filter på alle investeringer. En informant fra liv og pensjon fortalte at de er opptatt av å ha både miljømessige, sosiale og styringsmessige perspektiver representert i alle finansielle analyser. Flere hevder at integrasjon av ESG-faktorer vil bli viktigere.

Å integrere ESG generelt i investeringsbeslutninger, det er kanskje det virkemidlet som er minst modent, som vil bli videreutviklet (Liv og pensjon)

Et nyere område for ESG-analyser er utlån. En av bankene i utvalget er i startfasen med å implementere ESG i utlånsbeslutninger. Dette innebærer at selskaper som driver bærekraftig får bedre vilkår enn selskaper som har uakseptabel praksis. I ytterste konsekvens kan selskaper nektes lån basert på deres håndtering ESG-forhold.

Nå implementerer vi ESG-screening på alle utlån, men det er helt i startfasen. Vi har brukt mange år nå på å lage et eget system. Det finnes ikke noe ferdig database som alle banker kan bruke, så du må lage dine egne systemer for forskjellige sektorer (Bank)

I tillegg til tradisjonelle kredittvurderinger, må kredittsøknader også godkjennes av ESG-analytikere som vurderer forhold relatert til bærekraft. Dette inkluderer både lånets formål og hvordan firmaet driver generelt. Et eksempel som trekkes frem er fra shippingbransjen, hvor *beaching* er et stort problem. Dette innebærer å skrote eldre skip på strender i blant annet India og Bangladesh, en praksis som både er miljøskadelig og tar mange menneskeliv. I en lånesøknad fra et shippingfirma vil *beaching* være et faremoment og medføre krav om endring av praksis for å få lån. Lånet gis på betingelse av endring, og hvis ikke planen føles opp, trekkes lånet tilbake. I mellomtiden må låntaker betale høyere renter.

Alle skjønner at man ikke bare kan endre ting over natten. Det handler om å starte dialogen, se etter ESG-forhold, finne ut hvordan pengene brukes. I verste tilfellet sier vi at da får dere ikke lån, og det er jo ganske nytt (Bank)

Et godt datagrunnlag er essensielt for å gjennomføre gode ESG-analyser. Mangel på data er en utfordring som belyses av flere. En informant nevner at det først er nå vi begynner å få data som dekker et større antall selskaper, også mindre selskaper og selskaper i utviklingsland. Sustainalytics og Trucost nevnes som viktige leverandører av ESG-data. Dataanalysene resulterer gjerne i en ESG-score eller en bærekraftsrating.

5.2.4 Aktivt eierskap

Aktivt eierskap er et konsept som grunnleggende sett handler om at investorer benytter sine eierrettigheter til å fremme ansvarlig forretningsdrift i selskapene de er aksjonær i. Dette kan være stemmegivning på generalforsamling, dialog med selskaper og deltakelse i styret eller andre selskapsorganer. Innflytelse varierer med eierandel. Enkelte investeringsfond er ofte

majoritetseiere, mens andre har retningslinjer om å være minoritetseier. Uavhengig av dette nevnes aktivt eierskap i ulike former som et sentralt verktøy av åtte informanter.

Stemmegivning

Stemmegivning er et sentralt verktøy i aktivt eierskap. Det fremheves som et sterkt virkemiddel av flere informanter, ved at man kan være med å påvirke selskapene i porteføljen.

Vi stemmer stort sett alltid ved generalforsamling. Det hender at vi ikke får det til rent praktisk, men vi stemmer på 98 prosent av alle forslagene i selskapene vi eier.

(Investeringsfond)

Proxy voting er en form for automatisk stemmegivning som nevnes av tre informanter. Dette skjer ved at man som aksjonær krysser av i skjemaer på hvilke temaer man er opptatt av. Basert på denne informasjonen kan en underleverandør stemme på investors vegne, over hele verden. Dette er tidsbesparende ved at investorer ikke trenger å reise på generalforsamlinger.

Dialog

Dialog med selskaper er en sentral del av aktivt eierskap for flere av finansinstitusjonene i utvalget. Formen på denne dialogen strekker seg fra forventningsdokumenter til regelmessige selskapsmøter. Flere trekker frem dialog som en viktig kilde til informasjonsinnhenting. En informant forteller at selskapsdialogen foregår med styreleder eller administrerende direktør, og hovedsakelig med de største selskapene de er investert i. Dialog er spesielt relevant i tilfeller det der skjer noe ekstraordinært. Eksempelvis nevnes mediasakene knyttet til Hydro i Brasil og Dakota Access Pipeline i USA.

Tre informanter nevner temabasert dialog som en mer proaktiv dialog. Denne er typisk rettet mot utvalgte sektorer eller aktuelle utfordringer. Temaer som nevnes er blant annet avskoging og rapportering på klima. Slik dialog skjer eksempelvis gjennom utvikling av forventningsdokumenter til selskaper innenfor en bransje, som innen tekstilbransjen. Forventningsdokumenter kan følges opp av felles møter eller workshops på hvordan selskapene kan håndtere en gitt problematikk, og er sådan en måte å bygge en bredere forståelse rundt en problemstilling og utvikle kunnskap sammen.

Vi samarbeider med selskaper, investorer og andre interessenter for å forbedre standarder, øke investorenes informasjonstilgang og fremme god praksis. Dette er særlig relevant der flere selskaper i samme sektor står overfor samme utfordring. På sikt tror vi slike initiativer

kan bidra til å skape fellesforståelse om sektor- eller markedsspesifikke utfordringer innen for eksempel rapportering eller leverandørkjede-problematikk (Investeringsfond)

Deltakelse

I noen tilfeller har investorer en høyere grad av deltakelse i selskapene de er aksjonærer i, for eksempel ved å selv sitte i styre. Dette er i hovedsak relevant for majoritetseiere. Et investeringsfond forklarer at de påtar seg en profesjonaliseringsjobb i selskapene de kjøper, som omfatter alt fra rapportering til strategiutvikling. Dette er ressurskrevende, men muliggjør høy grad av innflytelse. Om man ikke deltar i styrer selv, nevnes påvirkning av styresammensetning. En informant forteller at de fikk en korrupsjonsekspert inn i styret til et brasiliansk selskap som slet med korrupsjon.

Da er sannsynligheten for at korrupsjonssaker gjentar seg mindre sammenliknet med om styret ikke hadde innehatt den kompetansen. Så det å påvirke selskaper gjennom de vanlige tradisjonelle governance-strukturene er effektivt (Bank)

Oppfølging av forvaltere

For finansinstitusjonene i utvalget som investerer i fond skjer aktivt eierskap gjennom oppfølging av fondsforvaltere. Dette innebærer å sikre at fondsforvalter bruker stemmeretten og har gode retningslinjer.

Når vi investerer i et fond så vet vi ikke i forkant hvilke selskaper de kommer til å investere i, det er en blind pool investment. Da er det veldig viktig for oss at forvalterne har dette på agendaen, har en policy på plass, og er bevisste på det (Investeringsfond)

Samme informant understreker at det er forskjell mellom fond og aksjer, at mulighetsrommet til å påvirke er større ved direkte investeringer. En annen informant belyser et dilemma ved å investere i fond, hvor spørsmålet er hvordan de skal håndtere at et fond investerer i et selskap de selv har ekskludert basert på egne etiske standarder. Dette gjelder særlig i tilfeller hvor ekskluderingen tilhører mer perifere forhold i det aktuelle selskapet.

5.2.5 Investeringer med bærekrafttema

Investeringer med bærekrafttema er temabaserte investeringer som er forbundet med bærekraftsspørsmål. Basert på våre funn omfatter denne kategorien bærekraftige fond, grønne obligasjoner og utviklingsinvesteringer. Fire av informantene belyser slike investeringer som

viktige bidrag til bærekraftsmålene, samtidig som investeringene har avkastningskrav på linje med andre finansielle investeringer.

Bærekraftige fond

Bærekraftige fond omfatter både rene grønne fond, som fossilfrie fond, i tillegg til fond med klare bærekraftsmål utover det grønne. Optimering av fond basert på ESG-score representerer en mer generell tilnærming til investeringer med bærekrafttema. En informant forklarer at de har startet å optimere indeksfond ved å plukke selskaper med høy bærekraftsrating.

ESG-analyser er en sentral del av optimeringen. Store datamengder må analyseres for å sikre riktig typer selskaper inn i porteføljene. En annen informant forklarer at de har utviklet et nytt produkt, en dynamisk multifaktormodell, som er basert på komplekse analyser. Dette er både fossilfritt og har minimumskrav til ESG-score. Samtidig skal det være et stort nok utvalg til at porteføljen skal kunne optimeres innenfor en tradisjonell finansiell vurdering.

Når det gjelder den finansielle avkastningen eksisterer det ikke nok historisk data til å trekke garanterte linjer mellom bærekraft og lønnsomhet, men flere informanter hevder at det i hvert fall ikke er ulønnsomt.

*Det er vanskelig å si at fondene går godt fordi vi har lagt bærekraftkriteriene til grunn, men vi har konkurransedyktig avkastning eller bedre på alle bærekraftproduktene
(Liv og pensjon)*

I tillegg til optimering av fond på grunnlag av bærekraftsrating, er merking av fond noe som nevnes av fire informanter. I hovedsak ble karbonavtrykk trukket frem. Dette bidrar til bedre informasjon for kundene, og muliggjør mer opplyste valg. En av informantene nevner at merking av fond er etterspurt av investorer, og at den aktuelle finansinstitusjonen har planlagt å starte med dette for å få bedre bærekraftsrating.

Grønne obligasjoner

Grønne obligasjoner trekkes frem som et viktig instrument av tre informanter. Ved utstedelse av en grønn obligasjon må prosjektplanene verifiseres av en tredjepart, ofte DNV GL eller Cicero. Basert på dette vurderes obligasjonen på en skala fra lysegrønn til mørkegrønn, slik at investorer får en indikasjon på hvor bærekraftig prosjektet faktisk er. Det stilles også strengere krav til rapportering fra utsteder sin side. Dette gir større grad av transparens i markedet, ettersom investor får mer informasjon og god kontroll på hvordan midlene brukes. I tillegg er

en av fordelene som belyses at det er et instrument med en klar profil, som er tydelig for kundene å forstå.

Det har skjedd et ordskifte hvor bransjen har begynt å snakke mye om grønne obligasjoner, og hiver seg på bølgen fordi de ser at det er forretningsmessig riktig å gjøre (Bank)

Dette argumentet støttes av en annen informant, som forklarer at forvalterne vurderer grønne obligasjoner på lik linje med andre obligasjoner, og at de gjerne kjøper en grønn obligasjon hvis betingelsene ellers er like som for et annet tilsvarende lån. Et sentralt poeng er at det ikke skal gå på bekostning av finansiell avkastning.

Det er sjeldent vi kjøper det bare fordi det er grønt (Liv og pensjon)

Samme informant forteller at de har opprettet et eget fond på grønne obligasjoner. Det ble i utgangspunktet opprettet som et vanlig fond, men forvalterne var likestilt på risikooptimering og fant ut at det ikke ble noe dyrere med kun grønne obligasjoner. Tvert i mot opplevde de at de kunne ha en grønn profil samtidig som de leverte avkastningen kundene krevde. Da ble det besluttet å gjøre det til et grønt obligasjonsfond. Informantene som har erfaring med grønne obligasjoner nevner imidlertid at det er utfordrende å få samme suksess med grønne obligasjoner i Norge som de har i andre land, eksempelvis i Sverige, som er et mer modent marked for grønne obligasjoner. Flere tror at grønne obligasjoner har stort potensiale i Norge.

Utviklingsinvesteringer

Utviklingsinvesteringer har et todelt formål, nemlig å oppnå positive miljømessige eller sosiale effekter i tillegg til finansiell avkastning. En av våre informanter omtaler dette som et direkte bidrag til FNs bærekraftsmål, ved at de investerer i fornybar energi og finans i utviklingsland. Disse sektorene er finansielt relevante fra et investeringsperspektiv, i tillegg til at de er definert som nøkkelsektorer for å nå bærekraftsmålene. Ren energi for alle er et mål i seg selv, mens tilgang til finansielle tjenester blir trukket frem som viktig for å nå flere av de andre målene. I dette arbeidet samarbeider finansinstitusjonen med andre nasjonale og internasjonale utviklingsfond. Blandet finans benyttes for å redusere risiko i investeringer som ellers ville vært vurdert som for risikofylte. Investeringene må være finansielt fornuftige og levere konkurransedyktig avkastning.

Vi har ikke mandat til å drive veldedighet på noen som helst måte (Liv og pensjon)

5.2.6 Rapportering

Rapportering er en viktig del av arbeidet med å integrere bærekraft for finansinstitusjonene i vårt utvalg. Det er en måte å skape åpenhet og forståelse for arbeidet som gjøres. Utvalget representerer ulike ståsteder på rapportering på bærekraft. Eksempelvis har noen bærekraft som en del av årsrapporten, mens andre utarbeider egne bærekraftsrapporter. Et vel så viktig tema som har blitt belyst av majoriteten av informantene er betydningen av rapportering fra andre selskaper for å kunne ta gode investeringsbeslutninger.

For å kunne prise bærekraftsrisiko på en fornuftig måte er det nødvendig med rapportering på ikke-finansielle mål fra potensielle investeringsobjekter. En informant belyser en utfordring i form av metodologiske vanskeligheter i forbindelse med måling av bærekraft. Videre er internasjonale rammeverk ofte utydelige på hva som er gode indikatorer på eksempelvis menneskerettigheter.

Dersom man har de gode indikatorene, da er spørsmålet om selskapene rapporterer på disse, og i stor grad så gjør de jo heller ikke det. Da kan vi prøve å modellere for å få tall der man ikke har tall (Investeringsfond)

Modelleringen skjer gjerne på grunnlag av bransjesammenlikninger, hvor enkeltsekskapers utslipp estimeres selv om de ikke selv har rapportert noe på dette. Disse estimatene er ofte basert på upresise beregninger, og gjenspeiler ikke nødvendigvis reelle forhold. Flere informanter hevder at bransjen har kommet lengre når det gjelder å rapportere på klimamål enn på andre bærekraftsmål. Det uttrykkes derfor et behov å utvikle bedre indikatorer for sosiale forhold, eksempelvis menneskerettigheter. Dette er nødvendig for å kunne vurdere bærekraftsrisiko som helhet, ikke bare klimarisiko.

Vi er helt avhengig av at selskapene vi kan investere i rapporterer på bærekraft, hvis ikke så får vi ikke mulighet til å skille selskaper fra hverandre for å si noe om hvor godt de presterer (Liv og pensjon)

Flere informanter forklarer at små selskaper ofte får en dårligere score på bærekraft enn store selskaper med mer ressurser til rapportering. En årsak er at frivillige initiativer gjerne fører med seg rapporteringskrav, og dermed har store selskaper mulighet til å være med på flere initiativer. Slik oppstår det en utfordring med å vurdere mindre selskaper på en rettferdig måte. Flere av finansinstitusjonene opplever også selv at det er utfordrende å balansere mellom antall

frivillig initiativ og overrapportering. Se *Appendiks 6* for en oversikt over hvilke rapporteringsstandarder og internasjonale retningslinjer finansinstitusjonene i utvalget følger.

Man vil jo gjerne være med på alle initiativer, men hvert nye initiativ medfører mye ekstraarbeid. Det hadde kanskje vært mer konstruktivt å konsentrere seg om litt færre initiativer, men det ser automatisk dårlig ut, den frykten for å bli den som ikke er med på alt
(Liv og pensjon)

En utfordring som fremheves er mangelen på standardisering for å kunne sammenlikne selskaper langs samme dimensjoner. Flere av våre informanter tror at TCFD kommer til å ha stor betydning ved å tilby en løsning på standardiseringsutfordringen. TCFD er et forsøk på å samle det beste fra flere standarder. Flere av våre informanter er med på et pilotprosjekt for å utvikle denne rapporteringsstandard, hvor motivasjonen er å få selskapene de er investert i til å rapportere i tråd med rammeverket.

Vi har hatt dialog med en del selskaper sammen med andre investorer, gjennom UN PRI, hvor vi setter klima på agendaen og gjør det tydelig at vi ønsker at de rapporterer bedre på for eksempel TCFD *(Liv og pensjon)*

Scenarianalyse er en del av TCFD-rammeverket. Dette innebærer at selskaper på en oversiktlig måte må vise hvordan de tar innover seg togradersmålet. Spesielt for små bedrifter kan dette være komplekst, men en informant hevder at det ikke skal være nødvendig med et stort maskineri for å gjennomføre scenarioanalyser.

Hyppighet på finansiell rapportering er videre et moment som har fremkommet under intervjuene. En informant hevder at kvartalsvis rapportering fremmer kortsiktighet, og gjør langsiktige mål med bærekraft utfordrende i praksis.

Bare det at vi har kvartalsvis rapportering er ekstremt styrende på hvordan beslutningene tas. Det har vært store diskusjoner, nå snakker jeg globalt, for å få til endringer, for eksempel bare årlig rapportering *(Bank)*

5.3 Interessentperspektivet

Interessentperspektivet er grunnleggende i arbeidet med bærekraft for alle finansinstitusjonene i utvalget. Informantene presenterer varierte syn på hvilke interessenter som er mest fremtredende, men kunder og investorer blir i hovedsak trukket frem som styrende.

De viktigste er kundene, og med dem har vi inngått kontrakt om best mulig risikojustert avkastning (Investeringsfond)

Andre interessenter som nevnes som betydningsfulle er ansatte, interesseorganisasjoner, myndighetene, media og samfunnet forøvrig. I forbindelse med bærekraftig utvikling hevder tre informanter at fremtidige generasjoner utgjør en relevant interessentgruppe. Naturen nevnes også som en viktig interessent av én informant, med begrunnelse i at det er en begrenset ressurs som utgjør den ytterste bærekraftsgrensen.

Et annet relevant aspekt er utviklingen av synet på interessenter. Flere påpeker at samspillet mellom finansbransjen og interessentene har utviklet seg. En informant nevner eksempelvis at interesseorganisasjoner har gått fra å være i konstant opposisjon til å generere fruktbare diskusjoner. Fra dataanalysen har vi identifisert tre overordnede temaer under interessentperspektivet, presentert i *Figur 11*.



Figur 11. Kategorier under interessentperspektivet

5.3.1 Forventninger

Samtlige informanter fremhever viktigheten av interessentenes forventninger til finansinstitusjonene, som diskutert i *5.1.1 Krav og etterspørsel*. Flere trekker frem at interessentene forventer en etisk standard i kapitalforvaltningen. Denne standarden strekker seg fra alminnelige etiske forventninger til mer konkrete krav om å ikke være investert i eksempelvis våpen. En informant nevner også at forventningene enkelte ganger kan være tvetydige og at kundene ikke alltid har en klar formening om hva de skal forvente, utover at de ønsker at finansinstitusjonen skal være langt fremme. Selv om interessentene ofte har

tydelige krav og forventninger til selskapene, påpeker flere at finansinstitusjonene ikke alltid lar seg styre av interessentene.

Flere informanter nevner bærekraftsrating som et eksempel på en forventning fra investorer. I utvalget er det flere børsnoterte selskaper, og for dem er det relevant å score godt på offentlige bærekraftsratinger for å tiltrekke seg kapital. En av informantene hevder at investorer kan stille omfattende krav til arbeid med bærekraft.

I tillegg til forventninger fra interessentene utøver finansinstitusjonene selv press på ulike interessentgrupper. Flere forteller at de gjennom utlånsvirksomhet stiller krav til ansvarlig bruk av finansieringsmidler. En av finansinstitusjonene i utvalget er i gang med å implementere ESG-krav til samtlige underleverandører. I forlengelsen av dette fremheves betydningen av at forventninger går begge veier for å oppnå en raskere utvikling. Økt trykk på bærekraft og krav til rapportering har fått positiv mottakelse også i selskaper med mer tradisjonelle prosesser.

Der har det vært en reise. Men det er ingen selskaper som har vært motvillige til å integrere bærekraft som en del av deres strategi (Investeringsfond)

5.3.2 Dialog

Vi finner at dialog er essensielt for å få kjennskap til interessenters verdier, behov og forventninger. Når det gjelder målet med interessentdialogen trekker flere informanter frem at interessentene besitter viktig informasjon som finansinstitusjonene bør ha kunnskap om. Informasjonen fra omgivelsene styrker investeringsbeslutningene i virksomhetene. Det er imidlertid variasjon i hvor systematisk interessentdialogen gjennomføres.

Noen beskriver en svært systematisk metodikk hvor finansinstitusjonene inviterer til workshops, sender ut spørreundersøkelser og har møter eller dybdeintervjuer med sine interessenter. Slike møtepunkter er en kilde til å utvikle ny kunnskap og peke ut retning i samarbeid med interessentene. Motsatt nevner en informant at de ikke har systematisk dialog, men heller antar at bærekraft er av stadig større betydning for interessentene.

Vi legger bare til grunn at det er en økende interesse for dette (Liv og pensjon)

I tillegg til å selv dra nytte av interessentdialogen trekker flere informanter frem at de aktivt prøver å påvirke interessentene gjennom dialog. Dette kan sees i sammenheng med aktivt

eierskap, som diskutert i 5.4.2. En informant beskriver konkret hvordan virksomheten går i dialog med selskaper i sin portefølje og utarbeider forventningsdokumenter knyttet til virksomhetens fokusområder.

Typisk har vi forventninger knyttet til strategisetting, risikostyring og rapportering, og hvordan man forholder seg til eksterne interessenter (Investeringsfond)

En annen informant mener at de i tiden fremover skal være tydeligere på å kommunisere sine synspunkter og verdier i selskaper der de er aksjonærer. Med dette ønsker de å påvirke selskaper i en bærekraftig retning. Det hevdes at en av de største farene for aksjemarkedene og bærekraft generelt er store passive eiere som ikke inviterer til dialog eller fremmer sine synspunkter i møte med interessentene.

Flere av informantene nevner at forvirrende begrepsbruk knyttet til bærekraft kan gjøre dialogen utfordrende. Utad mot kunder kan kommunikasjon derfor være en barriere. En av informantene uttrykker at det er krevende å få kommunisert på en forståelig måte hva man gjør og står for til interessentene, på grunn av kompleksiteten i arbeidet.

5.3.3 Vesentlighet

Vesentlighet handler om å kartlegge hvilke aktiviteter som er av størst betydning, både for den enkelte virksomhets verdiskaping, samt for ulike interessentgrupper. Hvilken vekt en interessentgruppe tillegges, avhenger av flere faktorer. Flere av informantene forteller at de regelmessig gjennomfører vesentlighetsanalyser i samarbeid med ulike interessentgrupper, og at de aktivt bruker resultatene i strategiarbeid. Disse analysene er offentlig tilgjengelig på nettsider og i årsrapporter. På den andre siden er det enkelte av finansinstitusjonene i utvalget som ikke eksplisitt gjennomfører vesentlighetsanalyser, men i stedet benytter andre metoder for å få kjennskap til interessentenes behov.

Tre av informantene forteller at de i tillegg til å gjennomføre vesentlighetsanalyser for sin egen virksomhet forventer at alle selskaper i porteføljen også utarbeider slike analyser. Dette begrunnes blant annet med at selskapene selv er best stilt til å gjennomføre vesentlighetsanalyser for egen virksomhet, spesielt når det er stor bredde i den overordnede porteføljen. En informant forteller imidlertid at de gjennomfører vesentlighetsanalyser på selskapenes vegne.

Det varierer fra selskap til selskap, og fra industri til industri, så vi har gjort en vesentlighetsvurdering for alle selskapene vi eier. Det var veldig god læring for oss alle
(Investeringsfond)

Hvordan finansinstitusjonene bruker resultatene fra vesentlighetsanalysene varierer. Samtlige som gjennomfører slike analyser bruker resultatene til å orientere seg og kartlegge interessentenes verdier og behov. To informanter oppgir å konkret bruke disse analyseresultatene som bakgrunn for utforming av strategi på styrenivå. Slik er analysene veiledende for prioriteringene i virksomheten.

I forbindelse med vesentlighetsanalyser er variasjon i faktorer relevant. Noen benytter allerede utviklede sektorspesifikke faktorer som utgangspunkt for analysen, eksempelvis fra SASB. Som en del av analysen blir interessentene bedt om å rangere disse faktorene etter viktighet.

Oljeselskaper og teknologibedrifter vil ha ulike faktorer som vil være viktige for at de skal lykkes med verdiskaping i fremtiden. Det er disse faktorene som er viktige for å skape meravkastning (Bank)

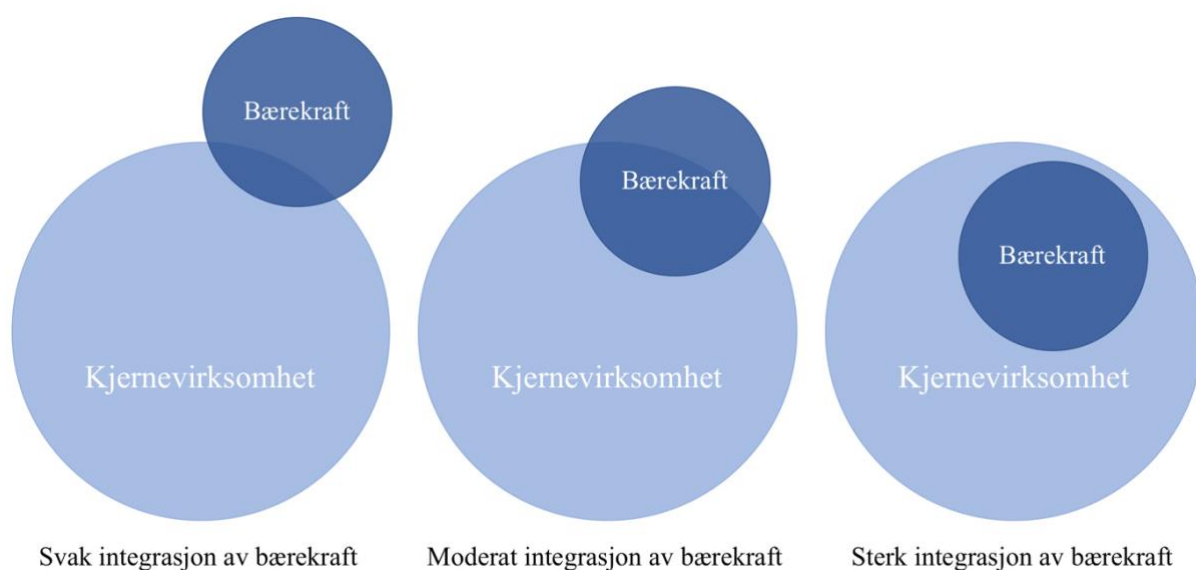
Flere observerer forskjeller i vesentlige faktorer avhengig av sektor, og viser til at disse kan endres over tid. Palmeolje nevnes som en faktor som ble vesentlig nærmest over natta. Dette understreker viktigheten av å ha god dialog med interessentene. En annen informant forteller at de har arbeidet direkte med å bryte ned de mest vesentlige faktorene i målbare KPIer, for å gjøre virksomheten i stand til å vurdere investeringer basert på disse kriteriene.

De fleste mener at vesentlighetsanalyser vil bli viktigere fremover, og tror at vesentlighet kan bli et like sterkt ord som risiko i finansnæringen. En informant trekker imidlertid frem at det er et verktøy som må modnes.

Det har vært en utvikling for vår del på kvaliteten av analysen, hvordan den blir implementert, og hva som skjer handlingsmessig basert på den. En vesentlighetsanalyse blir aldri bedre enn spørsmålene du stiller interessentene (Bank)

6. Analyse

I denne delen av oppgaven vil vi gi gjennomføre en analyse av funnene presentert i del 5. *Resultater*. Analysen vil gjøres i lys av del 2. *Teori* og del 3. *Modell*, og vi vil se nærmere på hvordan drivere, verktøy og interessenter samlet sett kan si noe om integrasjon av bærekraft i kapitalforvaltning. Vi vil presentere tre ulike grader av integrasjon, og diskutere indikatorer innen hver av disse. De ulike gradene av integrasjon defineres som i hvilken grad bærekraft er en del av kjernevirksomheten, illustrert i *Figur 12*.



Figur 12. Ulike grader av integrasjon av bærekraft

Først vil vi gjøre rede for indikatorer for svak integrasjon av bærekraft. Dette innebærer at arbeid med bærekraft er på siden av kjernevirksomheten, og gjerne blir omtalt som samfunnsansvar eller CSR. Videre analyserer vi indikatorer for moderat integrasjon, hvor bærekraft til en viss grad er en del av beslutninger i kapitalforvaltning. Ytterpunktet er sterk integrasjon, som betyr at bærekraft er ansett som en naturlig del av forvaltningsansvaret. Det påpekes at målet med analysen ikke er å plassere finansinstitusjonene i utvalget i en bestemt konfigurasjon, men heller å kartlegge indikatorer på hvert integrasjonsnivå for å forstå hva som kjennetegner selskaper med ulik grad av integrasjon av bærekraft. Avslutningsvis vil vi presentere funn knyttet til utfordringer og muligheter for aktører i finansbransjen i arbeidet med bærekraft. Dette er ikke direkte svar på problemstillingen, men likevel interessante funn.

6.1 Svak integrasjon

6.1.1 Drivere for integrasjon av bærekraft

De viktigste driverne innenfor denne konfigurasjonen er risiko samt krav og etterspørsel. Disse driverne er gjeldende for alle finansinstitusjonene i utvalget, men i sterkere grad for enkelte.

Risiko er en fremtredende driver for selskaper med svak integrasjon av bærekraft. Konkret gjelder dette risiko for negativ omtale i media og påfølgende svekket omdømme. For mye vekt på denne type risiko kan hindre organisasjonen i å se muligheter. Frykten for dårlig omdømme ble nevnt av en informant som begrunnelse for å ekskludere enkelte selskaper fra en portefølje. Dette er interessant ettersom de øvrige informantene ikke uttalt ser på eksklusjon som et verktøy for å redusere omdømmerisiko, men heller screener basert på etiske vurderinger. Etiske vurderinger samsvarer i høyere grad med ansvar som driver. En indikator på svak integrasjon av bærekraft er altså at risiko vurderes ut i fra et omdømmehensyn, fremfor av etiske hensyn, hvilket er konsistent med antakelsene i analysemodellen.

Funnene viser videre at krav og etterspørsel fra interessenter er en viktig driver i seg selv. Denne driveren identifiseres ikke i teorien som en selvstendig motivasjon, men har i følge modellen en indirekte påvirkning på andre drivere. Et interessant funn knytter seg til hvorvidt en organisasjon gjennomfører aktiviteter reaktivt eller proaktivt på disse forventningene fra omverdenen. Dette kan gjelde reguleringer fra myndigheter, eller etterspørsel etter etisk merking av fond fra investorer. Finansinstitusjoner med svak integrasjon av bærekraft vil typisk handle reaktivt på krav og etterspørsel fra interessenter. Disse skiller seg dermed klart fra selskaper som er drevet av verdiskaping, som viser et mer proaktivt handlingsmønster.

En annen indikator på svak integrasjon er at arbeidet med bærekraft anses å være utelukkende kostnadsdrivende. Eksempler på kostnader er betaling til tredjeparter som gjennomfører negativ screening, eller tapt avkastning som følger av et innskrenket investeringsunivers. Å anse arbeid med bærekraft utelukkende som en kostnad er en indikator på svak integrasjon.

6.1.2 Arbeid med bærekraft

Arbeid med integrasjon av bærekraft avhenger av et selskaps interne ressurser. En indikator på svak grad av integrasjon er at selskapet ikke har ressurser øremerket til arbeid med bærekraft. Dermed mangler ofte intern kompetanse på eksempelvis ESG-integrasjon og rapportering på bærekraft. Arbeidet med bærekraft er gjerne utkontraktert til en tredjepart som gjennomfører analyser og foreslår eksklusjon basert på selskapets etiske retningslinjer. Utkontraktering trenger ikke å være utelukkende negativt, da en tredjepart kan være spesialisert på eksempelvis negativ screening eller merking av fond. Mangel på intern kompetanse om bærekraft er likevel en indikator på svakere grad av integrasjon, da man ikke kan anse bærekraft som integrert i kjernevirksomhet om arbeidet er satt til en tredjepart.

Når det gjelder finansielle verktøy, er det en indikasjon på svak integrasjon at disse velges basert på en vurdering av kost og nytte. Eksempelvis kan verktøy som gir høyest mulig bærekraftsrating med minst mulig ressursbruk foretrekkes. Dette kan være basert på krav fra investorer som ønsker en høyere bærekraftsrating, ettersom dette ofte er korrelert med høyere aksjeverdi. Slike tiltak er imidlertid ikke nødvendigvis dem som har størst positiv påvirkning på bærekraftig utvikling og langsiktig verdiskaping, men i stedet maksimerer avkastning for eiere på kort sikt, i tråd med Friedmans (1970) argument om aksjonærprioritet.

Valg av finansielle verktøy er også avhengig av nærhet til investeringsobjekter. Hvis finansinstitusjoner som investerer direkte i selskaper benytter seg utelukkende av negativ screening, eller anser dette som det viktigste verktøyet, er dette en indikator på svak integrasjon. Dette er fordi man som direkte investor i tillegg har mulighet til å påvirke selskapers drift, eksempelvis igjennom aktivt eierskap. Ved indirekte investeringer gjennom fond, benyttes gjerne ikke finansielle verktøy for bærekraft utover forvalters praksis.

En videre indikator på svak integrasjon er at rapportering på bærekraft er begrenset til et kapittel om samfunnsansvar i årsrapporten, samt liten grad av kvantifisering av ikke-finansielle mål. Det er imidlertid verdt å nevne at antall frivillige initiativ ikke nødvendigvis er korrelert med integrasjon av bærekraft, men heller kan være en indikator på bluewashing (Berliner & Prakash, 2015). Dersom innsatsen blir lagt ned i å utvikle interne prosesser fremfor rapportering, behøver ikke mangel på medlemskap i frivillige initiativer å være negativt.

6.1.3 Betydning av interessentperspektivet

En indikator på svak integrasjon av bærekraft er en usystematisk tilnærming til interessenter. Basert på modellen forventet vi å finne at selskaper som drives av risiko har gode rutiner på risikohåndtering, herunder en grundig interessentdialog for å oppnå informasjon om forventninger og trusler. Funnene indikerer imidlertid at selskaper med svak integrasjon av bærekraft ikke har en systematisk tilnærming til interessentene, og at beslutninger heller baseres på antakelser om primære interessenters behov. Uten å vite hva som er viktig for interessentene vil det være vanskelig å kanalisere innsats mot vesentlige områder, og det er dermed fare for at verdiskapingsmuligheter oversees.

En annen indikator på svak integrasjon som fremgår av funnene er at arbeidet med bærekraft er personavhengig. Initiativ fra ansatte kan være avgjørende i mindre organisasjoner. Dette er problematisk av flere årsaker, men de mest åpenbare grunnene er kapasitet og kontinuitet. Dersom én ansatt interesserer seg for bærekraft og setter i gang målrettede aktiviteter kan det være utfordrende å få resten av organisasjonen med. Dersom vedkommende slutter i selskapet vil det kunne medføre at aktivitetene opphører, hvilket er en trussel for kontinuitet i arbeidet med bærekraft.

6.1.4 Nøkkelindikatorer

- Ansvarsbegrepet omfatter investorer og lokalsamfunn
- Krav og omdømmerisiko er de viktigste driverne
- Bærekraft anses som en kostnad, og verdiskaping er følgelig ikke en driver
- Lite ressurser er øremerket arbeid med bærekraft
- Usystematisk interessentdialog - dialog skjer i hovedsak med investorer
- Arbeid med bærekraft er i høy grad personavhengig

6.2 Moderat integrasjon

6.2.1 Drivere for integrasjon

For selskaper med moderat integrasjon av bærekraft vil det være innslag av alle driverne som er presentert under resultater. Overordnet er krav og risiko de viktigste driverne, men samtidig vil selskaper med moderat integrasjon av bærekraft ha en bredere definisjon av ansvarsbegrepet. Verdiskaping som driver er også representert i noen grad.

Risikobegrepet vil her omfatte mer enn omdømmerisiko. Strukturell risiko får eksempelvis større oppmerksomhet, og selskaper vurderer i høyere grad langsiktige konsekvenser av ESG-faktorer. Eksempelvis kan utviklingen av 3D-printing utgjøre en strukturell risiko for enkelte bransjer. Skulle oljeplattformer installere slike printere og stå for egen produksjon av reservedeler, vil enkelte leverandører påvirkes negativt. Et annet eksempel knytter seg til pengespill, hvor myndighetene nylig har vedtatt å regulere vilkårene for utenlandske spill-selskaper (Stortinget, 2018). Bevissthet rundt, og arbeid med, strukturell risiko er dermed en indikator på moderat integrasjon av bærekraft.

En indikator på moderat integrasjon av bærekraft er videre at ansvarsbegrepet er bredere, ved at selskaper drives av ansvar utover grunnleggende etiske retningslinjer. Fra teorien finner vi at næringslivet har et iboende ansvar for å bidra til en bærekraftig utvikling. En indikator på moderat integrasjon er at finansinstitusjoner tar dette ansvaret ved å være delaktig i flere frivillige initiativer og avtaler. Dette medfører krav om rapportering på ikke-finansielle mål og aktiviteter utover et alminnelig forventet samfunnsansvar. Deltakelse i slike initiativer kan anses som en indikasjon på at en finansinstitusjon drives av et mer omfattende ansvar enn hva man vil forvente fra CSR. En forutsetning i modellen er imidlertid at denne rapporteringen må være et resultat av reell innsats, og ikke være en form for bluewashing.

En videre indikator på moderat integrasjon er at selskaper skiller mellom etikk og bærekraft. Handlinger som utføres med begrunnelse i etikk, eksempelvis eksklusjon av våpen, gjøres uavhengig av lønnsomhet og kan omtales som ansvarlig motivert eksklusjon. Det er imidlertid ingen slik avveining mellom bærekraft og lønnsomhet. Her vil det heller være et verdiskapingselement ved at finansinstitusjoner utnytter forretningsmuligheter i forbindelse med bærekraft. I følge teorien oppstår dette potensialet gjennom å prioritere vesentlige aktiviteter (Eccles & Youmans, 2016), hvilket krever et visst nivå av integrasjon.

6.2.2 Arbeid med bærekraft

En indikator på moderat integrasjon er at virksomheten har ressurser forbeholdt arbeid med bærekraft, og følgelig noe intern kompetanse. I store organisasjoner er det ofte en utfordring at det er enkelte som er ansatt for å jobbe med bærekraftsspørsmål, mens andre deler av organisasjonen ikke innehar nødvendig kompetanse for å oppdage risikoer og muligheter relatert til bærekraft. Konsekvensen av dette er at bærekraft ikke inkorporeres i daglige beslutninger på alle nivåer.

Som følger av at arbeid med bærekraft i stor grad skjer på siden av kjernevirksomheten eksisterer det gjerne spesielle fond med eksplisitt bærekrafttema parallelt med øvrige fond som ikke blir screenet på ESG-faktorer. Bærekraftige fond har strengere screening, og er gjerne opprettet som et svar på etterspørsel fra kunder. Disse fondene er ikke nødvendigvis opprettet med et verdiskapingsmål, men kan likevel være et ledd i arbeidet med å utnytte forretningsmulighetene i bærekraft. En indikator på moderat integrasjon er dermed at finansinstitusjonen benytter verktøy som positiv screening og aktivt eierskap, spesielt i utvalgte fond.

I direkte investeringer er stemmegivning og dialog sentrale verktøy der man ønsker å oppnå et verdiskapingspotensial. For selskaper med moderat integrasjon av bærekraft er dialog spesielt relevant i tilfeller der det skjer noe ekstraordinært i porteføljen. Ved indirekte investeringer er oppfølging av forvaltere et viktig verktøy. En indikator på moderat integrasjon er at finansinstitusjonen stiller tydelige krav til forvaltere. Eksempler på oppfølging av forvaltere er å kartlegge at ESG-retningslinjer er tilfredsstillende, samt kreve at forvaltere gjennomfører en risikovurdering av de underliggende porteføljeselskapene for å rangere risikoen etter utvalgte kriterier, eksempelvis i henhold til UN Global Compact. Dette er i hovedsak knyttet til risikoreduksjon, og ikke preget av et verdiskapingsønske.

Hvorvidt bærekraftsrisiko er en del av tradisjonelle risikoanalyser er videre en indikator på integrasjonsnivå. Dersom bærekraftsrisiko håndteres separat fra annen risikovurdering kan en konsekvens være at bærekraft ikke får tilstrekkelig vekt i investeringsbeslutninger. Dette kan føre til dårligere investeringer ved at risiko prises feil. En indikator på moderat integrasjon av bærekraft er at ESG-faktorer i noen grad inkluderes i investeringsbeslutninger. Dette gjelder hovedsakelig elementer av klimarisiko som er enkelt målbart og relativt standardisert, eksempelvis CO₂-utslipp.

6.2.3 Betydning av interessentperspektivet

En indikasjon på moderat integrasjon av bærekraft er en noe mer systematisk dialog med interessenter enn hva som er tilfellet ved svak integrasjon. Dette kan skje ved gjennomføring av vesentlighetsanalyser, eventuelt ved bruk av andre metoder for å oppnå kunnskap om interessenters verdier og behov. Det er en bevissthet rundt at interessentdialog kan avdekke viktig informasjon om risiko og muligheter.

I takt med at verden beveger seg i en bærekraftig retning er det naturlig at virksomheter tar hensyn til en større bredde av interessenter. Krav og etterspørsel som en selvstendig driver indikerer at interessentene betyr mer for den enkelte virksomhet enn tidligere. I modellen nevnes fire faktorer som avgjør hvor fremtredende en interessent er: hastverk, legitimitet, makt og nærhet (Mitchell et al., 1997; Driscoll & Starik, 2004). En indikator på moderat integrasjon av bærekraft er at flere interessenter oppleves som fremtredende, ved at deres legitimitet og graden av hastverk øker. Et eksempel er at yngre generasjoner legger press på finansbransjen til å bidra med å løse bærekraftsutfordringene. Denne interessentgruppen har økt legitimitet fordi de må leve med konsekvensene av finansbransjens investeringsbeslutninger.

Interaksjonen med interessenter kan bære preg av et ønske om å selv oppnå kunnskap, og er i mindre grad initiert for å dele kunnskap. Dialogen er dermed gjerne enveis, og det stilles eksempelvis ikke krav til mottakere av prosjektfinansiering. I hvilken grad kunnskap om interessenters verdier og behov er førende for beslutninger er også avgjørende for integrasjon av bærekraft. En indikator på moderat integrasjon er at funn fra interessentdialog ikke implementeres i handling i stor grad.

6.2.4 Nøkkelindikatorer

- Strukturell risiko er styrende for integrasjon av bærekraft i investeringer
- Utvidet ansvarsbegrep, virksomheten eksisterer for en større bredde interessenter
- Skille mellom etikk og bærekraft, hvor sistnevnte gir grunnlag for verdiskaping
- ESG-analyser, positiv screening og aktivt eierskap, men kun på utvalgte fond
- Tydelige krav til forvaltere på ESG-retningslinjer
- En viss grad av systematisk kommunikasjon med et større antall interessentgrupper
- Begrenset implementering av funn fra interessentdialog

6.3 Sterk integrasjon

6.3.1 Drivere for integrasjon

De mest fremtredende driverne for sterk integrasjon av bærekraft identifiserer vi som verdiskaping og ansvar. For finansinstitusjoner i denne konfigurasjonen er krav og etterspørsel noe som legges til grunn for virksomheten. Alle selskaper må følge krav, men en indikator på sterk integrasjon er imidlertid å være proaktiv i møte med sine omgivelser. Eksempelvis kan strukturell risiko reduseres ved å være i forkant av reguleringer fra myndighetene. Å innføre egne krav til karbonmerking før det blir påkrevd kan tenkes å være forretningsmessig smart.

Å være proaktiv i møte med sine interessenter kan videre knyttes til verdiskaping. Selskaper med sterk integrasjon hevder at det ikke finnes noen avveining mellom bærekraft og lønnsomhet, men at integrasjon av bærekraft tvert i mot er nødvendig for å skape langsiktig avkastning. Bevissthet på ESG-faktorer, eksempelvis likestilling og effektiv ressursbruk, er viktig for å oppnå verdiskapingspotensialet. Særlig er solide styringssystemer en avgjørende faktor for å sikre langsiktig avkastning. Det kan anføres at finansinstitusjoner med sterk integrasjon av bærekraft er i forkant av omgivelsene sine gjennom investeringer i selskaper med langsiktige perspektiver. Verdiskaping som driver handler altså ikke kun om å oppnå høy avkastning, men i tillegg om å løse konkrete problemer gjennom aktiv kapitalforvaltning.

En annen viktig driver er ansvar, i en mer utstrakt form enn ved svak og moderat integrasjon. Finansinstitusjoner med sterk integrasjon av bærekraft tar et mer grunnleggende ansvar for omgivelsene sine, uten å gi avkall på avkastning. En slik tilnærming ligger nærmere det Porter og Kramer (2011) definerer som CSV, ved at aktørene etterstreber ansvarlig verdiskaping. En indikator som er knyttet til ansvarlig verdiskaping er at finansinstitusjonen er pådriver for bærekraftig utvikling, eksempelvis ved å ta del i bærekraftsnettverk eller pilotprosjekter. Målet med dette er å samarbeide for å utvikle bransjestandarder og kunnskap.

Til tross for at risiko ikke er en like styrende driver for selskaper med sterk integrasjon av bærekraft er det likevel en relevant faktor. I tillegg til omdømme- og strukturell risiko, vil selskaper med sterk integrasjon av bærekraft vurdere den direkte risikoen for at aktivitetene deres har en negativ påvirkning på verdenssamfunnet. Dette omfatter eksempelvis risikoen for at menneskerettigheter blir brutt i selskaper i porteføljen, eller at prosjekter som finansieres bidrar til avskoging.

6.3.2 Arbeid med bærekraft

En indikasjon på sterk integrasjon er at bærekraft er forankret på et høyt nivå i bedriften, og er en sentral del av strategi og mål. Det prioriteres å benytte ressurser på å bygge intern kompetanse, eksempelvis ved å ha et ESG-analyseteam. En indikator på sterk integrasjon er imidlertid at også ansatte generelt har et visst nivå av kompetanse på bærekraft, eksempelvis forvaltere, innkjøpere og deltakere i kredittkomiteer. Kompetanse på alle nivåer anses som nødvendig for å kunne identifisere risiko og muligheter i forbindelse bærekraft. Dette er i samsvar med hva vi forventet å finne for finansinstitusjoner som drives av verdiskaping.

Til tross for høy grad av intern kompetanse er det et behov for å prioritere innsatsen mot vesentlige aktiviteter. Flere finansinstitusjoner velger derfor å kjøpe ESG-data og stemmegivningstjenester av tredjeparter for å frigjøre ressurser til gjennomføring av analyser. ESG-faktorer er representert i alle de finansielle analysene som gjennomføres, ikke bare på utvalgte fond. En indikator på sterk integrasjon av bærekraft er at finansielt relevante bærekraftsmål integreres i analysene, og kreativitet og innovasjon er verdsatt. Analysene kan blant annet være grunnlag for positiv screening, hvilket resulterer i utvelgelse av selskaper som tilbyr en løsning på bærekraftsutfordringer. Dette gjelder typisk for pensjonsfond med en langsiktig tidshorisont.

Finansinstitusjoner som har bærekraft som en sterkt integrert del av kjernevirksomheten investerer ofte direkte i selskaper. Dette gir et større mulighetsrom til å påvirke selskapene i porteføljen. I stedet for å benytte få finansielle instrumenter, opplever finansinstitusjoner med sterk integrasjon at ulike verktøy forsterker hverandre, og at det er samspillet som gir størst effekt. Aktivt eierskap er essensielt, ved både stemmegivning, dialog og deltakelse. En indikator på sterk integrasjon er at finansinstitusjonen er en pådriver for dialog og har et proaktivt arbeid med risiko og muligheter. Finansinstitusjonen stiller krav til forbedring, og følger opp planer med selskapene i porteføljen, spesielt i forbindelse med negativ screening. Et høyt utvalg aktiviteter fører ikke i seg selv til sterk integrasjon, men i samsvar med modellen vil antall instrumenter og sammenkoblingen mellom disse være en indikator på integrasjonsnivå.

Det er naturlig at det ofte er større selskaper som har mest tilgjengelige ressurser til arbeid med bærekraft. Vi har imidlertid funnet at mindre selskaper har en fordel ved at de er nærmere sine investeringsobjekter. Dette gjelder kanskje spesielt i mindre investeringsfond som er

majoritetsiere. Her finner vi flere indikatorer på sterk integrasjon av bærekraft. Aktivt eierskap ved deltakelse muliggjør høy grad av innflytelse. Slike selskaper har også mulighet til å benytte ressurser på tvers av selskaper, og skape verdi på denne måten.

6.3.3 Betydning av interessentperspektivet

En systematisk og omfattende interessentdialog er en tydelig indikator på sterk integrasjon av bærekraft i kjernevirksomhet. Vesentlighetsanalyser er en sentral del av denne interessentdialogen. Nært samarbeid med interessenter oppleves som nødvendig for å oppnå verdiskaping, hvilket samsvarer i høy grad med hva vi forventet å finne med hensyn til modellen.

En indikasjon på at bærekraft er sterkt integrert i kjernevirksomhet er at vesentlighetsanalyser gjennomføres regelmessig, og benyttes som et verktøy for å avgjøre hvordan innsats og ressursbruk skal prioriteres. En solid vesentlighetsanalyse gir et godt oversiktsbilde, og resultatene kan benyttes i utarbeidelse av strategidokumenter. Samsvar mellom strategi og vesentlige faktorer vil være en god indikator på hvorvidt bærekraft er integrert i organisasjonen. Eccles og Youmans (2016) fremhever at styret har det absolutte ansvaret for organisasjonen. Dersom resultatene fra vesentlighetsanalyser inngår i strategidiskusjoner på styrenivå vil styret i realiteten diskutere bærekraftsspørsmål. Dette er en indikator på sterk integrasjon.

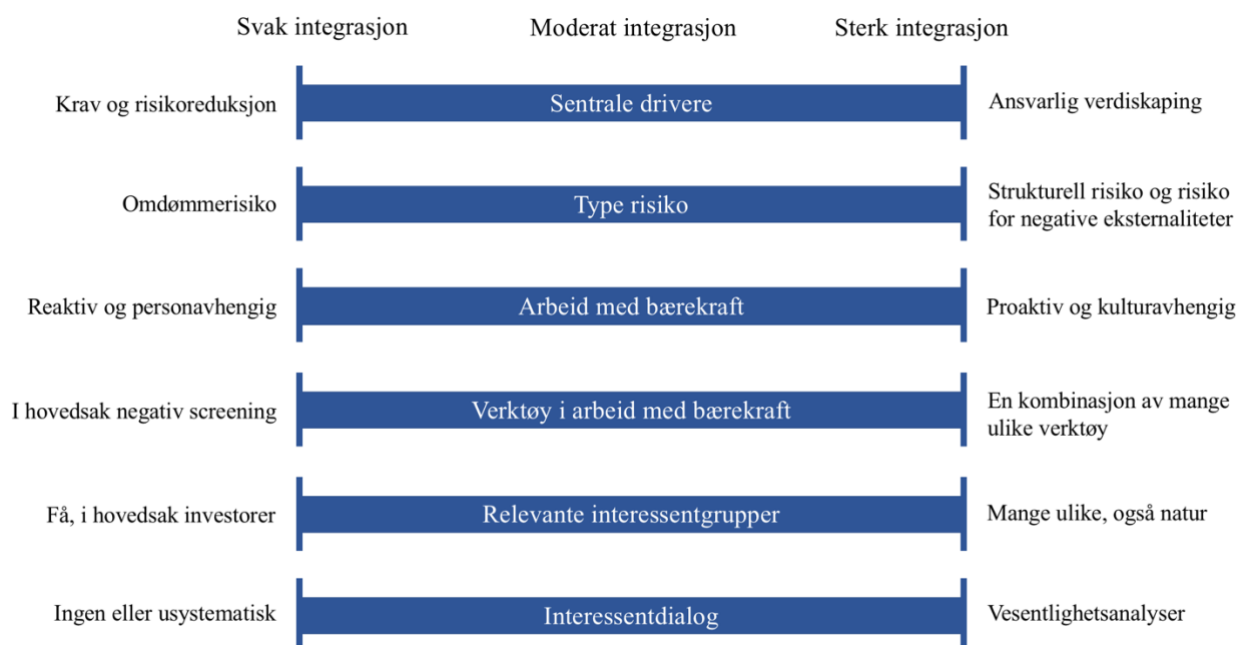
En annen indikator på sterk integrasjon er at interessentdialogen er gjensidig, altså at selskapet og interessentene spiller hverandre gode. En organisasjon med sterk integrasjon av bærekraft vil være opptatt av å ha kjennskap til interessentenes behov, men de vil også stille krav tilbake. Det kan være krav om at leverandører og lånemottakere skal drive på en bærekraftig måte. Det kan videre skje ved at finansinstitusjoner krever rapportering på bærekraft fra selskapene de er investert i. Som ansvarlig investor er det viktig å ha god kunnskap om selskapene man er investert i, og rapportering kan være en av få kilder til informasjon. At rapporteringen holder tilstrekkelig kvalitet kan være avgjørende for å kunne ta gode investeringsbeslutninger. For at bærekraft skal være en sterkt integrert del av kjernevirksomhet er det dermed essensielt at dialogen går begge veier.

6.3.4 Nøkkelindikatorer

- Verdiskaping og ansvar er drivere, å oppfylle krav er en selvfølge
- Ansvarsbegrepet omfatter verdenssamfunnet, og dermed bærekraftig utvikling
- Integrasjon av ESG-faktorer i alle analyser, og positiv screening av løsningselskaper
- Stor grad av aktivt eierskap for å påvirke selskaper i en bærekraftig retning
- Kunnskap anses som nødvendig for å oppdage risikoer og muligheter
- Systematisk og gjensidig dialog med interessenter, krav går begge veier
- Funn fra vesentlighetsanalyser implementeres i strategiutforming
- Kjennskap til interessenters verdier og behov anses som essensielt

6.4 Oppsummering av integrasjon

Vi har identifisert tre grader av integrasjon av bærekraft. Det er imidlertid viktig å nevne at disse konfigurasjonene ikke er absolutte grenser, men heller indikasjoner på overordnede nivåer av integrasjon. Flere dimensjoner går på tvers av konfigurasjonene, og ytterpunktene av disse er visualisert i *Figur 13*. To dimensjoner fra hvert av hovedtemaene er inkludert.



Figur 13. Oppsummering av integrasjon

Krav og risikoreduksjon som viktigste drivere er en indikasjon på svak integrasjon, mens ansvar og verdiskaping som drivere bidrar til sterkere grad av integrasjon, i tråd med CSV (Porter & Kramer, 2011). Ansvarsbegrepet strekker seg fra et minimumsnivå av samfunnsansvar, til et ønske om å bidra til bærekraftig utvikling på et globalt nivå. Kombinasjonen av disse driverne omtaler vi som ansvarlig verdiskaping, hvilket impliserer at det ikke eksisterer noen avveining mellom bærekraft og lønnsomhet for selskaper med bærekraft som en sterkt integrert del av kjernevirksomhet. Når det gjelder risikobegrepet vil selskaper med svak integrasjon av bærekraft i hovedsak ønske å minimere omdømmerisiko, mens selskaper med sterk integrasjon tar høyde for strukturell risiko og fare for negative eksternaliteter, eksempelvis menneskerettighetsbrudd i verdikjeden.

En relevant dimensjon innenfor arbeid med bærekraft er hvorvidt dette arbeidet er reaktivt eller proaktivt, hvor sistnevnte er en indikasjon på sterk integrasjon ved at finansinstitusjonen er en pådriver for dialog og har et proaktivt arbeid med risiko og muligheter. Det samme gjelder dersom bærekraft er en del av kulturen, og ikke står i fare for å utgå dersom enkelte ansatte slutter. Videre vil finansinstitusjoner med sterk integrasjon benytte en kombinasjon av mange ulike verktøy som forsterker hverandre, fremfor kun enkelte verktøy som negativ screening.

Graden av interessentinvolvering er en sentral indikator på integrasjon av bærekraft. Sterk integrasjon krever en systematisk dialog med flere interessentgrupper utover de primære interessentene. Dette kan eksempelvis omfatte interesseorganisasjoner. Vesentlighetsanalyser gjennomføres for å identifisere områder som er finansielt relevante og samtidig viktige for interessenter (Eccles & Youmans, 2016). Hvordan resultatene fra disse analysene implementeres i handling er avgjørende for verdiskapingen. For å oppnå CSV er det grunnleggende med et bredt interessentperspektiv som inkluderer en systematisk og gjensidig dialog.

6.5 Muligheter og utfordringer

I tillegg til de overnevnte konfigurasjonene av bærekraft har vi gjort funn som går utover problemstillingen. Funnene omfatter hvilke muligheter informantene oppfatter at bærekraftig utvikling medfører, samt hvilke utfordringer som hindrer bransjen å oppnå disse.

6.5.1 Muligheter

Verdiskaping

En viktig mulighet for finansbransjen når det gjelder bærekraft er verdiskapingspotensialet som ligger i bærekraftig kapitalforvaltning. Vi finner at selskaper med sterk integrasjon av bærekraft jobber med å identifisere forretningsmulighetene som følger med bærekraft, i tillegg til å håndtere ESG-risiko. Majoriteten av informantene i utvalget forteller om et skift av fokus fra risikoreduksjon til i økende grad å skape merverdi ved å integrere bærekraft.

I den årlige *Global Opportunity Report* (DNV GL et al., 2018) belyses ulike forretningsmuligheter innenfor utvalgte bærekraftsmål. Basert på CSV (Porter & Kramer, 2011) vil bedrifter ha ulike mål som de er best stilt til å løse. Høyest verdiskaping oppnås derfor ved å prioritere vesentlige mål. Dette fordrer en systematisk dialog med flere grupper av interessenter, for å identifisere de mest vesentlige aktivitetene, og kanalisere ressurser mot disse. En annen måte å arbeide med verdiskaping er å plukke ut selskaper som bidrar spesielt på de utvalgte målene, såkalte løsningselskaper. Flere rapporteringsrammeverk, som GRI, legger til rette for rapportering på bærekraftsmålene ved operasjonalisering av en trippel bunnlinje. Dette fremheves i studien som en viktig mulighet.

Utviklingsinvesteringer

En annen mulighet, som er knyttet til ansvarlig verdiskaping, er utviklingsinvesteringer. Kun to av informantene trekker dette frem som et viktig verktøy, hvilket var overraskende med tanke på at BFT (2018) omtaler utviklingsinvesteringer som en stor mulighet for den private sektoren. I hovedsak gjelder dette investeringer i utvalgte sektorer i utviklingsland. Infrastruktur, finans og energi er eksempler på sektorer som er helt avhengige av økte investeringer for at vi skal nå bærekraftsmålene. Slike investeringer benytter ofte blandet finans. Dette bidrar til å redusere de tilknyttede prosjekt- eller landrelaterte risikoene, slik at prosjektene tilbyr konkurransedyktig avkastning. I følge en informant fra en av bankene i utvalget er det potensial for meravkastning fra integrasjon av ESG-faktorer i utviklingsland,

ettersom selskaper her kan antas å ha et større forbedringspotensial enn selskaper i industriland. En annen informant hevder at muligheten ligger i å plassere pengene riktig så man får ta del i vekstfasen.

Standardisering av rapportering

Standardisering av rapportering på bærekraft nevnes av flere informanter som en mulighet til å gjøre arbeid med bærekraft mer effektivt. Tre av institusjonene i utvalget deltar i pilotprosjekter for TCFD-rammeverket, som er et forsøk på å samle det beste fra flere andre standarder (TCFD, 2017). I følge våre informanter har TCFD stort potensiale for å fasilitere og standardisere rapportering på klimarisiko og muligheter. I tillegg til at finansinstitusjonene selv vil rapportere i tråd med TCFD, innebærer det også å stille krav til hvordan selskaper i porteføljen skal rapportere. Dette resulterer i bedre informasjonsgrunnlag for å sammenlikne selskaper med hensyn til prestasjon på ESG-faktorer. Bransjesamarbeid er sentralt for å utvikle gode og standardiserte løsninger.

6.5.2 Utfordringer

Kortsiktighet

En av de største utfordringene i arbeidet med bærekraft er at næringslivet måles på kortsiktige mål. Et eksempel på dette er kvartalsrapporter, særlig for børsnoterte selskaper der aksjonærer og finansmarkeder reagerer positivt eller negativt basert på resultatene i slike rapporter. Kortsiktige mål er derfor viktige å innfri for å tilfredsstille aksjonærer. For å oppnå bærekraftig utvikling kreves imidlertid et mer langsiktig perspektiv (Christensen & van Bever, 2014). Slik verdiskaping har behov for langsiktige investeringer, hvilket krever omstilling og tålmodighet. Fra dette kan det argumenteres at selve rammene i samfunnet ikke er kalibrert for den innsatsen bærekraftig utvikling krever. Eksisterende struktur tvinger selskaper til å tenke kortsiktig, og følgelig nedprioriteres aktiviteter som gir avkastning i et lengre perspektiv.

Kulturell transformasjon

En sentral utfordring for arbeidet med integrasjon av bærekraft er at finansinstitusjoner er nødt til å tenke på en annen måte en tidligere. Mange av dagens ledere ser på bærekraft som en trussel. Det kreves dermed en kulturell transformasjon i finansnæringen for at de aktuelle beslutningstakerne skal være i stand til å se de muligheter og risikoer som følger med bærekraftig utvikling. Dette henger sammen med kortsiktighet, ved at kortsiktige mål er en del av den styrende tankegangen som ligger dypt i ryggraden til dagens organisasjoner.

Kunnskap og kompetanse spiller en sentral rolle i å endre grunnleggende holdninger. I lys av integrasjonsnivåene vil finansinstitusjoner med sterkere grad av integrasjon være bedre stilt for en kulturell transformasjon. For finansinstitusjoner med svak integrasjon hvor risiko og krav er sentrale drivere, vil bærekraft anses som en trussel heller enn en mulighet.

Mangel på informasjon

For å ta gode investeringsbeslutninger er troverdig informasjon avgjørende. Til tross for et økende antall bærekraftsindekser, er tilgang på informasjon om ESG-forhold begrenset, og flere informanter i utvalget trekker frem dette som utfordrende. Et argument er at kapital har en egen evne til å finne de mest verdiskapende prosjektene, men at dette er betinget god informasjon. Det er naturlig å anta at rapportering skulle fylle dette behovet. Å vurdere ESG-forhold basert på selskapers rapportering er imidlertid utfordrende på grunn av stor variasjon i rapporteringsstandarder, som fører til lite sammenliknbar informasjon. Ettersom de fleste selskaper ønsker å fremstille seg selv i så godt lys som mulig gjennom ekstern kommunikasjon, vil det være vanskelig å avgjøre hva som er troverdig informasjon uten verifisering fra tredjeparter. I sum kan dette resultere i at kapital ikke når frem til de mest verdiskapende prosjektene. Som et svar på dette utvikler enkelte av finansinstitusjonene i utvalget egne bærekraftsrater basert på data fra underleverandører som er spesialisert på å innhente ikke-finansiell informasjon fra selskaper.

Mangel på krav og reguleringer

Mangel på krav og reguleringer innen bærekraft fra myndigheter belyses av flere som en utfordring, og det er spesielt investeringsfondene som etterspør dette. Makt blir i interessenteori definert som en identifiseringsfaktor (Mitchell, Agle og Wood, 1997), og flere av informantene etterspør at myndighetene i større grad tar i bruk makten til å legge rammene for bærekraftig utvikling. Slikt ansvar kan materialisere seg gjennom krav til rapportering, absoluttgrenser for CO₂-utslipp eller andre ESG-relaterte aktiviteter. Det kan også tenkes at det nettopp er fraværet av slike myndighetstiltak som har ført til den store variasjonen i rapporteringsstandarder, og at en tydeligere linje fra myndigheter kan bidra til å standardisere rapportering og skape like konkurransevilkår.

Begrensede ressurser

Majoriteten av informantene nevner mangel på ressurser som en utfordring for arbeid med bærekraft. Ressursbruk innad i organisasjonene er svært varierende, og det er spesielt de mindre selskapene i utvalget som har utfordringer knyttet til dette. Selskaper med mye

ressurser har mulighet til å være med på flere initiativer fordi de har kapasitet til å følge opp og rapportere på dem. Det er imidlertid viktig å påpeke at det å være med på få initiativer ikke betyr at en virksomhet ikke opptrer bærekraftig. Med en jungel av ulike initiativer kan engasjement i disse medføre at store ressurser må brukes på rapportering fremfor faktisk arbeid med bærekraft. I tillegg kan overrapportering føre til at selskaper fremstår som mer bærekraftige enn de egentlig er, tidligere henvist til som bluewashing. Dette handler derfor like mye om hvordan ressurser prioriteres, som at de eksisterer.

Teknologisk utvikling

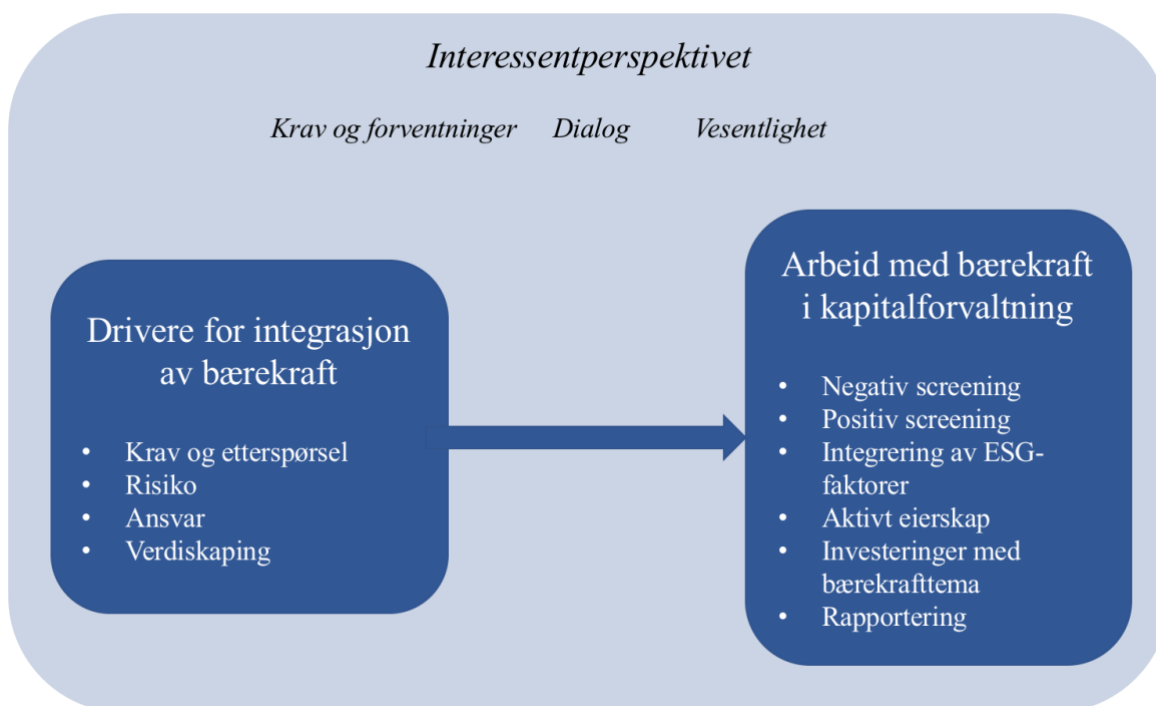
Den teknologiske utviklingen stiller til sist store krav til finansbransjen. Teknologi utfordrer forretningsmodeller på tvers av alle bransjer, og truer inntjeningsgrunnlaget til finansinstitusjoner ved å gjøre en stor del av de tradisjonelle tjenestene som tilbys overflødige. Evnen til å omstille seg for å møte en mer digital verden er en av utfordringene som trekkes frem. For innovative finansinstitusjoner som benytter dette til sin fordel kan den teknologiske utviklingen derimot medføre muligheter. Teknologi kan være en del av løsningen på bærekraftig utvikling ved eksempelvis *fintechs*. Det ligger med andre ord en stor mulighet for finansbransjen i å være med på å finansiere løsninger på bærekraftsutfordringene, og en tilsvarende stor utfordring om institusjonene ikke griper disse.

7. Konklusjon

I denne delen presenteres studiens viktigste funn. Først gjennomgås forskningsspørsmålene, før vi konkluderer på oppgavens problemstilling. Videre diskuteres praktiske og teoretiske implikasjoner av funnene, før vi drøfter studiens begrensinger. Avslutningsvis presenteres muligheter for videre forskning.

7.1 Svar på forskningsspørsmål og problemstilling

Vårt forskningsspørsmål for studien var: *Hvordan integrerer institusjonelle investorer i den norske finansbransjen bærekraft i kapitalforvaltning, og hvilke drivere er sentrale i dette arbeidet?* Som hjelp til å svare på den overordnede problemstillingen har vi undersøkt tre forskningsspørsmål ved hjelp av en tematisk analyse. Resultatet er visualisert i følgende konseptuelle modell:



Figur 14. Konseptuell modell med resultater fra tematisk analyse

Det første forskningsspørsmålet er: *Hva er drivere for integrasjon av bærekraft i kapitalforvaltning?* De fire viktigste driverne vi har identifisert er krav og etterspørsel, risiko, ansvar og verdiskaping. Disse driverne var gjeldene i ulik grad for finansinstitusjonene i utvalget. Krav og etterspørsel handler om at finansinstitusjonene i utvalget opplever

forventninger fra omgivelsene sine, i hovedsak fra investorer og kunder. Risiko som driver innebærer en anerkjennelse av at bærekraft er en viktig del av den totale risikovurderingen, og at manglende kontroll på ESG-faktorer kan påvirke både omdømme og finansielle resultater. Videre er ansvar identifisert som en sentral driver. Ansvar for omgivelsene er et begrep som kan omfatte alt fra lokalsamfunnet til verdenssamfunnet som en helhet. Bredden av ansvar avhenger av interessentperspektivet, og varierer i stor grad på tvers av konfigurasjonene i analysen. Videre er verdiskaping et mål for finansinstitusjonene i utvalget med sterkere grad av integrasjon, som hevder at bærekraft i kapitalforvaltning har en positiv effekt på langsiktig lønnsomhet.

Det andre forskningsspørsmålet er: *Hvordan arbeider finansbransjen med bærekraft?* Vi har identifisert en rekke verktøy som benyttes i arbeidet med å integrere bærekraft i kapitalforvaltning. Oppsummert er dette negativ og positiv screening, integrering av ESG-faktorer, aktivt eierskap, investeringer med bærekrafttema og rapportering på bærekraft. Valget av finansielle verktøy avhenger av hvilke drivere som er sentrale for den enkelte finansinstitusjon. Imidlertid er et sentralt funn at finansinstitusjoner med sterk integrasjon av bærekraft hevder at ulike verktøy forsterker hverandre, og at det er samspillet mellom verktøyene som gir størst effekt. Spesielt er positiv screening og aktivt eierskap viktige verktøy for å realisere verdiskaping. Vi har videre identifisert variasjoner i hvem som har ansvar for arbeidet med bærekraft. Blant finansinstitusjoner med svak integrasjon av bærekraft er dette gjerne utkontraktert i sin helhet, mens i andre enden av skalaen er det interne analysegrupper som integrerer ESG-faktorer i analyser, og vurderer bærekraft som et kriterium i både investeringer og utlån. Enkelte finansinstitusjoner ser store vekstmuligheter i utviklingsland, og benytter blandet finans for å gjøre slike investeringer konkurransedyktige.

Det tredje forskningsspørsmålet er: *Hvordan inkluderes interessenter i arbeid med bærekraft?* De viktigste temaene som fremkom i analysen som svar på dette var forventninger, dialog og vesentlighet. Grunnlaget for interessentperspektivet er en antakelse om at en virksomhet eksisterer for ulike interessenter. For å kunne overleve på sikt må en bedrift derfor svare på forventninger fra omverden. Kjennskap til disse forventningene oppstår gjennom interessentdialog. Vi fant at det er stor variasjon når det gjelder hvor systematisk denne interessentdialogen gjennomføres, samt hvor mange interessentgrupper som anses som relevante. Mens enkelte finansinstitusjoner bygger handling på antakelser, gjennomfører andre finansinstitusjoner regelmessige vesentlighetsanalyser. Formen på dialogen varierer fra

enveiskommunikasjon til en gjensidig interessentdialog, hvor finansinstitusjonene selv stiller krav om bærekraftig atferd til sine interessenter.

Svarene på de tre delspørsmålene ligger til grunn for svaret på oppgavens problemstilling. Vi konkluderer med at institusjonelle investorer i den norske finansbransjen er langt fremme i arbeidet med å integrere bærekraft. Dette skjer på flere måter og med utgangspunkt i ulike drivere. Basert på datamaterialet har vi identifisert indikatorer for tre forskjellige grader av integrasjon: svak, moderat og sterk. Vi har også identifisert flere sentrale sammenhenger mellom drivere, arbeid med bærekraft og betydningen av et interessentperspektiv.

Norske finansinstitusjoner med sterk integrasjon av bærekraft drives av en grunnleggende ansvarsfølelse, og tar hensyn til større bredde av interessentgrupper. Det er et viktig skille mellom etikk og bærekraft, hvor etiske handlinger, som eksklusjon, kan være kostbart, mens handlinger som fremmer bærekraft i kapitalforvaltning er knyttet til langsiktig verdiskaping. Verdiskapingspotensialet avhenger av at arbeidet med bærekraft konsentreres rundt vesentlige aktiviteter – aktiviteter som både er finansielt relevante for virksomheten, og viktige for interessenter. Informasjon om interessentenes verdier og behov er sentralt for å kunne kanalisere innsatsen dit den gir størst positiv effekt, både for bedriften og for verden.

7.2 Implikasjoner

7.2.1 Praktiske implikasjoner

Gjennom å intervju et utvalg på ti finansinstitusjoner med ulik bakgrunn og størrelse har vi forsøkt å gi et bilde på hvordan finansbransjen arbeider med bærekraft i dag, hvilke drivere som er sentrale for dette arbeidet, samt hvilke muligheter og utfordringer som følger med bærekraftig utvikling. Studien kan være nyttig for norske finansinstitusjoner ved at indikatorene for de ulike gradene av integrasjon i analysen kan benyttes som referansemål og forhåpentligvis inspirere til sterkere integrasjon av bærekraft.

Bevissthet rundt hvilke interessenter som eksisterer, hvilke som er mest fremtredende, og ikke minst hva de forventer av virksomheten, er essensielt for en finansinstitusjon som ønsker å utvikle seg i takt med omgivelsene. Viktigheten av en systematisk gjennomføring av vesentlighetsanalyser og en gjensidig interessentdialog fremheves i studien. Sistnevnte innebærer at forventninger kommuniseres begge veier. I tillegg til å leve opp til krav og

forventninger til bærekraftig atferd fra omgivelsene, bør finansinstitusjoner selv stille krav til interessenter. Dette skjer eksempelvis gjennom aktivt eierskap og ESG-krav i utlån.

Kunnskap om bærekraft vil bli viktigere fremover. Studien bidrar til å belyse viktigheten av å bygge opp intern kompetanse om bærekraft i næringslivet for å være i stand til å identifisere og agere på de risikoer og muligheter som følger med bærekraftig utvikling. Kompetanse og utdanning er nødvendig for å oppnå den kulturelle transformasjonen. Dette impliserer at finansbransjen bør etterspørre kompetanse om bærekraft i rekruttering. Dermed bør bærekraft inkluderes i fagplaner for høyere utdanning, særlig innen økonomi og finans. Dette er nødvendig for at utdanningsinstitusjoner kan tilby tidsriktig kompetanse til markedet.

Opgaven belyser videre viktigheten av verdiskaping som driver for å skape kapitalflyt mot de gode løsningene som trengs for å oppnå FNs bærekraftsmål innen 2030. Tiltak som er basert på veldedighet vil ikke være tilstrekkelig skalerbare, og dermed må forretningsmulighetene fremheves for at næringslivet skal ta del i utviklingen. En implikasjon av dette er at finansbransjen bør vurdere hvilke aktiviteter og mål som er vesentlige for dem, ettersom dette bidrar til størst påvirkning på både finansiell avkastning og bærekraftig utvikling. Der er imidlertid viktig å ikke ignorere tidligere arbeid som er gjort innen bærekraft.

En videre implikasjon er at finansbransjen bør se bærekraft og teknologi som sammenkoblede temaer. Teknologi utfordrer forretningsmodeller i alle bransjer og truer inntjeningsgrunnlaget til finansinstitusjoner ved å gjøre en stor del av de tradisjonelle tjenestene overflødige. Finansinstitusjoner som klarer å omstille seg og bruke teknologisk utvikling til sin fordel vil være vinnerne.

Studiens funn har også relevans for myndigheter. Dersom selskaper skal velge ut bærekraftsmål de er best stilt til å løse vil det fortsatt være problemer igjen som ingen er best egnet til å ta hånd om. Disse utfordringene må myndighetene ta større ansvar for. Flere informanter hevder at myndighetene har et ansvar for å skape rammene for bærekraftig utvikling, og sørge for like konkurransevilkår for alle. Dette kan eksempelvis skje ved å fremme absoluttkrav til klimautslipp, og ved å integrere ESG-faktorer i statlige innkjøp.

7.2.2 Teoretiske implikasjoner

Opgavens funn har implikasjoner for teoretiske rammeverk. Vi identifiserer en driver, krav og etterspørsel, som ikke blir fremhevet i teorien. Dette impliserer at interessenter kan være en

direkte driver for integrasjon av bærekraft i kapitalforvaltning. Videre ser vi et behov for å nyansere driveren ansvar. Denne strekker seg fra samfunnsansvar på lokalt nivå, til et ønske om å ta ansvar globalt. Imidlertid vil ansvar som eneste driver kan føre til at arbeid med bærekraft skjer på siden av kjernevirksomhet, i samsvar med kritikken mot CSR.

Fra resultatene fremkommer det at integrasjon av ESG-faktorer i analyse, samt investeringer med bærekrafttema, er viktige verktøy for arbeid med bærekraft. Integrasjon ESG-faktorer i analyse er avgjørende for å kunne prise bærekraftsrisiko riktig. Vi finner at integrasjon av slike faktorer er mest etablert på investeringssiden, men det er et stort potensial på kredittsiden. Investeringer med bærekrafttema som benytter blandet finans er et verktøy for å forvalte kapital som grunner i en kombinasjon av driverne ansvar, verdiskaping og risikoreduksjon. Slike investeringer er en måte å bidra til bærekraftig utvikling på en lønnsom måte.

Gradene av integrasjon av bærekraft i analysen kan kobles til CSR og CSV, og slik presenterer oppgaven et finansperspektiv på disse teoriene. Mens svak og moderat integrasjon av bærekraft i noen grad foregår på siden av kjernevirksomhet og har fellestrekk med teori om CSR, kan sterk integrasjon av bærekraft i kjernevirksomhet kobles til CSV. For å oppnå verdiskaping kreves integrasjon av bærekraft. En systematisk interessentinvolvering, gjerne ved bruk av vesentlighetsanalyser, er grunnleggende for å lykkes med CSV i finansbransjen. Til slutt er et teoretisk bidrag at de identifiserte driverne og verktøyene er sterkt sammenkoblet, og funnene våre indikerer at det mest virkningsfulle er å benytte en kombinasjon av ulike verktøy.

7.3 Studiens begrensninger

Målet med studien var å oppnå dybdekunnskap om integrasjon av bærekraft i finansbransjen. Et eksplorerende design med intervjuer var dermed hensiktsmessig for å besvare forskningsspørsmålet. En kvalitativ forskningsmetode har imidlertid medfølgende metodiske begrensninger, som for eksempel at vi ikke kan generalisere funnene våre. I tillegg er det en tidkrevende metode, hvilket førte til et begrenset utvalg.

Vi skulle gjerne ha inkludert flere perspektiver på bærekraft i utvalget, eksempelvis ulike interessentgrupper som myndigheter, kunder og interesseorganisasjoner. Det ville videre vært spennende å få med flere perspektiver på bærekraft i finans. Zero, Framtiden i våre hender, Sigla, MSCI, Cicero, DNV GL, Sustainalytics, Trucost og Norfund er blant flere

organisasjoner som har blitt trukket frem. Disse omfatter leverandører av tjenester til bransjen, som objektive tredjeparter og generelt viktige aktører som støtter arbeidet med bærekraft.

En annen utfordring med kvalitativ metode er at vi ikke kan tallfeste hva som gjøres, eksempelvis hvor stor andel av kapitalforvaltning i Norge som screenes basert på ESG-kriterier. Studien kan heller ikke gi en direkte forklaring på hvilke drivere som er viktigst eller hvordan de finansielle verktøyene rangeres. Oppgavens empiri er basert på intervjuobjektene oppfatninger. Imidlertid er de identifiserte driverne og verktøyene i høy grad sammenkoblet, noe som gjør at det ikke nødvendigvis gir mening å tallfeste. De ulike kategoriseringene i analysen er ikke basert på absolutte grenser, heller på skalaer og variasjoner.

Kompleksiteten og forvirringen i begrepsbruken innen bærekraft kan også ha vært feilkilder i studien. Vi har bevisst valgt å ikke definere bærekraft for informantene fordi vi ønsket å få frem forskjeller i forståelsen av begrepet. Samtidig er det en begrensning fordi vi og informantene kan ha hatt ulike forståelser av hva det vil si å integrere bærekraft.

En annen begrensning knytter seg til implikasjoner for bærekraftig utvikling sett i et globalt perspektiv, altså hvorvidt arbeidet med bærekraft i den norske finansbransjen har en reell effekt på den globale agendaen for bærekraftig utvikling. Oppgaven besvarer ikke hva som kreves på internasjonalt nivå for å oppnå bærekraftig utvikling. Den er imidlertid basert på en antakelse om at finansbransjens innsats spiller en rolle gjennom bærekraftig kapitalforvaltning, uten at vi kan tallfeste betydningen av dette.

Bærekraft i finansbransjen er et stort og udefinert fagfelt hvor det skjer mye. Vi skulle gjerne gått enda mer i dybden på hvilke internasjonale initiativer som finnes. Det har underveis i studiet stadig blitt publisert nye relevante artikler, hvilket gjorde at vi i slutten av mars besluttet at eventuelle nye rapporter ikke kan inkluderes. Dermed finnes det sannsynligvis ny informasjon på teamet, som vi dessverre har måttet utelate.

7.4 Videre forskning

I tråd med et eksplorerende forskningsdesign resulterer vår studie i forslag for videre forskning. Forslagene er strukturert i tråd med oppgavens tre hovedtemaer: drivere, arbeid med bærekraft og interessentperspektivet. Vi presenterer to forslag under hvert tema.

7.4.1 Drivere for integrasjon av bærekraft

Videre forskning kan gå i dybden på de ulike driverne som identifiseres i studien. Det er et stadig viktigere argument at integrasjon av bærekraft i kapitalforvaltning har en effekt på langsiktig lønnsomhet. En naturlig forlengelse av oppgaven vil dermed være å studere sammenhengen mellom integrasjon av bærekraft og verdiskaping. Spesifikt kan videre forskning kartlegge hvilke kilder som er de viktigste for verdiskaping, og eventuelt forsøke å kvantifisere denne effekten.

Det kan videre være relevant å studere hvilke drivere for integrasjon som er gjeldende for en spesifikk type finansinstitusjon. En slik oppgave vil ta utgangspunkt i eksempelvis banker, og identifisere de viktigste driverne i denne bransjen. Ved hjelp av en spørreundersøkelse kan ulike drivere rangeres etter viktighet. Eventuelt kan resultatene sammenliknes på tvers av ulike typer finansinstitusjoner for å identifisere forskjeller.

7.4.2 Arbeid med bærekraft i kapitalforvaltning

Videre forskning kan kvantifisere effekter av ulike finansielle instrumenter for bærekraft, eksempelvis effekten av negativ screening for selskaper som blir utelukket. En utfordring som ble belyst i vår studie var hvorvidt negativ screening faktisk har noen effekt på selskaper som blir utelukket, og dermed på bærekraftig utvikling. Effekten på bærekraftig utvikling er vanskelig å måle, men vi antar at dersom selskaper som blir utelukket forbedrer praksis vil dette samlet sett ha en positiv effekt.

En annen mulighet er å studere enkelte verktøy, som investeringer med bærekrafttema. Et eksempel på en oppgave er å studere hvilken betydning blandet finans har i å tiltrekke privat kapital til investeringer i infrastruktur i utviklingsland. En metodisk tilnærming i en slik oppgave kan være å intervjuere spesialister på blandet finans, Norfund, Nordic Microfinance initiativ og internasjonale utviklingsbanker for å kartlegge betydningen av blandet finans for å gjøre investeringer i utviklingsland attraktive for private investorer.

7.4.3 Interessentperspektivet

Videre forskning kan gå i dybden på utvikling og bruk av vesentlighetsanalyser. Resultatene fra vesentlighetsanalyser avgjør hvilke aktiviteter et selskap bør gjennomføre for å både skape positiv påvirkning på verden og samtidig oppnå god lønnsomhet. Det er dermed kritisk at

analysene er gjennomført på korrekt måte for at resultatene skal ha betydning for verdiskaping. En kartlegging av beste praksis for gjennomføring av vesentlighetsanalyser er dermed av verdi for finansbransjen, så vel som for andre bransjer.

Videre vil det være interessant å kartlegge forventninger fra ulike interessentgrupper i finansbransjen, eksempelvis ved å studere i hvilken grad bærekraftig atferd er forventet. En slik studie baserer seg på forskning som viser at selskaper som opptrer i tråd med omverdenens forventninger gjør det bedre på lang sikt. En idé er å gjennomføre en survey eller intervjuer med ulike interessentgrupper for å kartlegge deres verdier og behov.

Litteraturliste

- Adams, W. M. (2006). *The Future of Sustainability: Re-Thinking Environment and Development in the Twenty-First Century*. The World Conservation Union. Hentet fra http://cmsdata.iucn.org/downloads/iucn_future_of_sustainability.pdf
- Barbier, E. B. (2009). *Rethinking the Economic Recovery: A Global Green New Deal*. Hentet fra Cambridge University Press: <http://www.sustainable-innovations.org/GE/UNEP%20%5B2009%5D%20A%20global%20green%20new%20deal.pdf>
- Berliner, D., & Prakash, A. (2015). "Bluewashing" the Firm? Voluntary Regulations, Program Design, and Member Compliance with the United Nations Global Compact. *Policy Studies Journal*, 43(1), 115-138. doi:10.1111/psj.12085
- Blended Finance Taskforce. (2018). *Better Finance Better World: Consultation Paper of the Blended Finance Taskforce*. Hentet fra https://s3.amazonaws.com/aws-bsdc/BFT_BetterFinance_final_01192018.pdf
- Bowen, G. (2009). Document analysis as a qualitative research method. *Qualitative research journal*, 9, 27-40.
- Business & Sustainable Development Commission. (2017). *Better Business, Better World*. Hentet fra http://report.businesscommission.org/uploads/BetterBiz-BetterWorld_170215_012417.pdf
- Christensen, C., & van Bever, D. C. M. (2014). The Capitalists Dilemma. *Harvard Business Review*, 92(6), 60-68.
- Clarkson, M. E. (1995). A Stakeholder Framework for Analyzing and Evaluating Corporate Social Performance. *Academy of Management Review*, 20(1), 92-117.
- Crane, A., Palazzo, G., Spence, L. J., & Matten, D. (2014). Contesting the Value of "Creating Shared Value". *California Management Review*, 56(2), 130-153.
- Dahl, R. A. (1957). The Concept of Power. *Behavioral Science*, 2, 201-215.
- Dahlsrud, H. (2008). How corporate social responsibility is defined: an analysis of 37 definitions. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 15(1), 1-13.
- Dean, T. J., & McMullen, J. S. (2007). Toward a theory of sustainable entrepreneurship: Reducing environmental degradation through entrepreneurial action. *Journal of Business Venturing*, 22(1), 50-76. doi:10.1016/j.jbusvent.2005.09.003

- DeSimone, L. D., & Popoff, F. (2000). Eco-Efficiency: The Business Link to Sustainable Development. *International Journal of Sustainability in Higher Education*, 1(3), 305-308.
- DNV GL, UN Global Compact & Sustainia. (2018). *Global Opportunity Report 2018*. Hentet fra <https://www.dnvgl.com/about/sustainability/global-opportunity-report/index.html>
- Dragusanu, R., Giovannucci, D., & Nunn, N. (2014). The Economics of Fair Trade. *Journal of Economic Perspectives*, 28(3), 217-236. doi:10.1257/jep.28.3.217
- Driscoll, C., & Starik, M. (2004). The Primordial Stakeholder: Advancing the Conceptual Consideration of Stakeholder Status for the Natural Environment. *Journal of Business Ethics*, 49(1), 55-73.
- Dyllick, T., & Hockerts, K. (2002). Beyond the Business Case for Corporate Sustainability. *Business Strategy and the Environment*, 11(2), 130-141.
- Eccles, R. G., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance. *Management Science*, 60(11), 2835-2857.
- Eccles, R. G., & Youmans, T. (2016). Materiality in Corporate Governance: The Statement of Significant Audiences and Materiality. *Journal of Applied Corporate Finance*, 28(2), 39-46.
- Edwards, I., Burton, D., & Baker-Jones, M. (2017). Risk management: Governance and climate change risk. *Governance Directions*, 69, 82-86.
- European Commission. (2018a). *Factsheet: Commission action plan on financing sustainable growth*. Hentet fra https://ec.europa.eu/info/files/180308-action-plan-sustainable-growth-factsheet_en
- European Commission. (2018b). *Communication from the Commission to the European Parliament, the European council, the Council, the European Central Bank, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions. Action plan: Financing sustainable growth*. Hentet fra https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/180308-action-plan-sustainable-growth_en.pdf
- Finans Norge. (2017). *Strategi 2021*. Hentet fra <https://www.finansnorge.no/siteassets/politikk/strategi-2021-finans-norge.pdf>
- Finansnæringens Fellesorganisasjon. (2010). *Mer enn penger*. Hentet fra <https://www.finansnorge.no/contentassets/2b05742bc994483aa88d7fad53c733d5/mer-enn-penger.pdf>
- Fowler, S., & Hope, C. (2007). A Critical Review of Sustainable Business Indices and their Impact. *Journal of Business Ethics*, 76(3), 243-252.
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic Management: A stakeholder approach*. Boston: Pitman.

-
- Freeman, R. E. (2004). The Stakeholder Approach Revisited. *Zeitschrift für Wirtschafts- und Unternehmensethik*, 5(3), 228-241.
- Friedman, M. (1970). The social responsibility of business is to increase its profits. *New York Times Magazine*, 32, 122-126.
- Fulton, M., Kahn, B., & Sharples, C. (2012). *Sustainable Investing: Establishing Long-Term Value and Performance*. Hentet fra https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2222740
- Global Sustainable Investment Alliance. (2016). *Global sustainable investment review*. Hentet fra http://www.gsi-alliance.org/wpcontent/uploads/2017/03/GSIR_Review2016.F.pdf
- High-Level Expert Group on Sustainable Finance. (2018). *Financing a Sustainable European Economy: Final Report 2018 by the High-Level Expert Group on Sustainable Finance, Secretariat provided by the European Commission*. Hentet fra https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/180131-sustainable-finance-final-report_en.pdf
- Idsø, J. (2017). *Verdiskaping*. Store Norske Leksikon. Hentet fra <https://snl.no/verdiskaping>
- International Union for Conservation of Nature. (2004). *The IUCN Programme 2005-2008: Many Voices, One Earth*. Hentet fra https://cmsdata.iucn.org/downloads/programme_english.pdf
- Jeucken, M. (2004). *Sustainability in finance: banking on the planet*. Delft: Eburon.
- Johannessen, A., Christoffersen, L., & Tufte, P. A. (2011). *Forskningsmetode for økonomisk-administrative fag* (3. utg. ed.). Oslo: Abstrakt forlag
- Khan, M., Serafeim, G., & Yoon, A. (2016). Corporate sustainability: first evidence on materiality. *Accounting Review*, 91(6), 1697.
- King, N., & Horrocks, C. (2010). *Interviews in Qualitative Research*. London: Sage.
- Kvale, S., & Brinkmann, S. (2014). *Interview: Det kvalitative forskningsinterview som håndværk* (3utg.) Hans Reitzels Forlag.
- Lacy, P., Cooper, T., Hayward, R., & Neuberger, L. (2010). *A new era of sustainability: UN Global Compact-Accenture CEO study 2010*. Hentet fra http://goodvision.co.il/images/File/Accenture_UNGC_Study_2010.pdf
- Laplume, A. O., Sonpar, K., & Litz, R. A. (2008). Stakeholder Theory: Reviewing a Theory That Moves Us. *Journal of Management*, 34(6), 1152-1189.
- Leach, M., Raworth, K., & Rockström, J. (2013). *Between social and planetary boundaries: navigating pathways in the safe and just space for humanity. World social science report 2013: Changing Global Environments*. Hentet fra <http://dx.doi.org/10.1787/9789264203419-10-en>
- Lincoln, Y. S., & Guba, E. G. (1985). *Naturalistic Inquiry*. Beverly Hills, CA: Sage Publications, Inc.

- Miles, S. (2017). Stakeholder Theory Classification: A Theoretical and Empirical Evaluation of Definitions. *Journal of Business Ethics*, 142(3), 437-459. doi:10.1007/s10551-015-2741-y
- Mitchell, R. K., Agle, B. R., & Wood, D. J. (1997). Toward a theory of stakeholder identification and salience: defining the principle of who and what really counts. *Academy of Management Review*, 22(4), 853. doi:10.2307/259247
- Nasdaq. (2018). Sustainable Bonds. Hentet fra <http://business.nasdaq.com/list/listing-options/European-Markets/nordic-fixed-income/sustainable-bonds>
- Natixis Global Asset Management. (2017). *Mind Shift – Getting Past the Screens of Responsible Investing*. Hentet fra <https://www.im.natixis.com/us/resources/mind-shift-getting-past-the-screens-of-responsible-investing>
- Norsif. (2015). *Guide til ansvarlige investeringer*. Hentet fra http://norsif.org/content/uploads/2015/09/201500817_Norsif_Ansvarlige-Investeringer_WEB.pdf
- OECD. (2011). *OECD Guidelines for Multinational Enterprises*. OECD Publishing. Hentet fra <http://www.oecd.org/daf/inv/mne/48004323.pdf>
- OECD. (2015). *Green Investment Banks: Policy perspectives*. Hentet fra <http://www.oecd.org/environment/cc/Green-Investment-Banks-POLICY-PERSPECTIVES-web.pdf>
- Parmar, B. L., Freeman, R. E., Harrison, J. S., Wicks, A. C., Purnell, L., & De Colle, S. (2010). Stakeholder theory: The state of the art. *Academy of Management Annals* 4, 403-445
- Ponte, S., & Cheyns, E. (2013). Voluntary standards, expert knowledge and the governance of sustainability networks. *Global Networks*, 13(4), 459-477.
- Porter, M., & Kramer, M. (2011). The Big Idea: Creating Shared Value. *Harvard Business Review*, 89(1, 2), 62-77.
- Richardson, B. J. (2007). Financing Sustainability: The New Transnational Governance of Socially Responsible Investment. *Yearbook of International Environmental Law; Oxford*, 17(1), 73-110.
- Saunders, M. N. K., Lewis, P., & Thornhill, A. (2016). *Research methods for business students* (7th ed. ed.). Harlow: Pearson.
- Scholten, B. (2014). Indicators of Responsible Investing. *Ecological Indicators*, 36, 382-385. doi:10.1016/j.ecolind.2013.08.012
- Schroders. (2017). *Global Perspectives on Sustainable Investing*. Hentet fra http://www.schroders.com/en/sysglobalassets/digital/insights/2017/pdf/global-investor-study-2017/schroders_report_sustainable-investing_final.pdf

-
- Slawinski, N., & Bansal, P. (2015). Short on Time: Intertemporal Tensions in Business Sustainability. *Organization Science*, 26(2), 531-549. doi:10.1287/orsc.2014.0960
- Slette, S. B. & Pedersen S. M. (2016). *Financing the Transition to a Green Economy*. (Masteroppgave). Norges teknisk-naturvitenskapelige universitet (NTNU), Trondheim
- Stortinget. (2018). *Representantforslag for en mer ansvarlig spillpolitikk*. Hentet fra <https://www.stortinget.no/no/Saker-og-publikasjoner/Vedtak/Vedtak/Sak/?p=70873>
- Suchman, M. C. (1995). Managing Legitimacy: Strategic and Institutional Approaches. *Academy of Management Review*, 20(3), 571. doi:10.2307/258788
- Task Force on Climate-related Financial Disclosures. (2017). *Final Report: Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures*. Hentet fra <https://www.fsb-tcfd.org/wp-content/uploads/2017/06/FINAL-TCFD-Report-062817.pdf>
- The Global Commission on the Economy and Climate. (2014). *Better Growth; Better Climate: The new Climate Economy Report. The Synthesis Report*. Hentet fra http://static.newclimateeconomy.report/wp-content/uploads/2014/08/BetterGrowth-BetterClimate_NCE_Synthesis-Report_web.pdf
- UN. (1987). *Our common future: Report of the World Commission on Environment and Development*. Hentet fra http://www.un.org/ga/search/view_doc.asp?symbol=A/42/427&Lang=E
- UN. (2000). *United Nations Millennium Declaration*. Hentet fra http://www.un.org/en/ga/search/view_doc.asp?symbol=A/RES/55/2
- UN. (2002). *The Johannesburg Declaration on Sustainable Development*. Hentet fra <http://www.un-documents.net/jburgdec.htm>
- UN. (2011). *Guiding Principles on Business and Human Rights: Implementing the United Nations "Protect, Respect and Remedy" framework*. Hentet fra http://www.ohchr.org/Documents/Publications/GuidingPrinciplesBusinessHR_EN.pdf
- UN. (2013). *Financing for sustainable development in the global partnership beyond 2015*. Hentet fra http://www.un.org/en/development/desa/policy/untaskteam_undf/thinkpieces/21_thinkpiece_financing_development.pdf
- UN. (2015a). *General Assembly resolution 70/1, Transforming our world: the 2030 Agenda for Sustainable Development, A/RES/70/1*. Hentet fra

<https://sustainabledevelopment.un.org/content/documents/21252030%20Agenda%20for%20Sustainable%20Development%20web.pdf>

UN. (2015b). *Paris Agreement*. Hentet fra

<https://unfccc.int/resource/docs/2015/cop21/eng/l09r01.pdf>

UNCED. (1993). *Agenda 21: Programme of action for sustainable development; Rio Declaration on Environment and Development; Statement of Forest Principles: The final text of agreements negotiated by governments at the United Nations Conference on Environment and Development (UNCED), 3-14 June 1992, Rio de Janeiro, Brazil*. Hentet fra

<https://sustainabledevelopment.un.org/content/documents/Agenda21.pdf>

UNEP FI. (2011). *Universal Ownership: Why environmental externalities matter to institutional investors*. Hentet fra

http://www.unepfi.org/fileadmin/documents/universal_ownership_full.pdf

UNEP & The World Bank Group. (2017). *Roadmap for a sustainable financial system*. Hentet fra

https://wedocs.unep.org/bitstream/handle/20.500.11822/20715/Roadmap_for_a_Sustainable_Financial_System_Summary.pdf?sequence=1&isAllowed=y

UN Global Compact. (2018). *The Ten Principles of the UN Global Compact*. Hentet fra

<https://www.unglobalcompact.org/what-is-gc/mission/principles>

Welford, R., & Casagrande, E. (1997). *Hijacking Environmentalism: Corporate Responses to Sustainable Development*. London: Earthscan Publications.

Yin, R. K. (2009). *Case Study Research: Design and Methods*, 5. (4th ed.) Thousand Oaks, Calif: Sage.

Appendiks

Appendiks 1. Oversikt over innledende samtaler

Navn	Selskap	Stilling	Dato	Type kontakt
Therese Jebsen	Raftostiftelsen	Senior Advisor and Program Manager Business and Human Rights	13.09.2017 05.10.2017	Møter og mailkontakt
Monica Mee	Nordea	Sustainability specialist	05.10.2017	Møte og mailkontakt
Agathe Bryde Schjetlein	Finans Norge	Director Sustainability	07.02.2018	Telefonsamtale og mailkontakt
Sunniva Bratt Slette	Storebrand	Sustainability analyst	19.02.2018	Telefonsamtale
Catharina Dyvik	SYSTEMIQ Ltd.	Associate og Blended Finance Taskforce	01.03.2018	Telefonsamtale
Klaus Mohn	Universitetet i Stavanger	Professor i petroleumøkonomi og styremedlem i FORNYBAR AS	11.04.2018	Møte

Appendiks 2. Mal for invitasjon til intervju

Emne: Masteroppgave om bærekraft i finans – Invitasjon til intervju

Hei (navn),

Vi er to studenter ved Norges Handelshøyskole som dette semesteret skriver masteroppgave innenfor Strategi og ledelse. Tematikken i oppgaven vår er bærekraft i den norske finansbransjen.

Vi tar kontakt med deg på grunn av din stilling som (stilling). Vi ønsker å intervju deg om hvordan dere jobber med bærekraft i praksis i (bedrift).

Oppgaven vår tar utgangspunkt i norske finansinstitusjoner, og vi ser nærmere på hvordan

finansbransjen kan bidra til å sikre nødvendig kapitalflyt mot formål som bidrar til bærekraftig utvikling. I tillegg ønsker vi å belyse hvordan interessenter påvirker beslutninger på dette området. Målet er at oppgaven skal resultere i konkrete råd, og dermed være til nytte for aktører i finansbransjen.

Utgangspunkt for intervjuet vil være bærekraft, finansielle verktøy og interessenter. Vi er interessert i dybdekunnskap, og ettersom temaene er i stadig utvikling ønsker vi ikke å legge for store føringer på selve intervjuet.

Vi vil gjennomføre intervjuer i uke 14 og 15, fortrinnsvis over telefon eller Skype ettersom vi er i Bergen.

Vi håper å høre fra deg. Ha en fortsatt fin dag!

Med vennlig hilsen,

Ingrid Aashildrød og Nikolai Belsvik

Appendiks 3. Intervjuguide

Innledningsvis

- Avklare disponibel tid
- Gjennomgang av oppgavens formål og de tre temaene
- Forespørsel om samtykke til opptak
- Informasjon om datalagring
- Informasjon om konfidensialitet og anonymitet

Tema 1: Bærekraft

- Hva legger dere i begrepet bærekraft?
- Hvilken betydning har bærekraft i deres virksomhet?
- Hva er motivasjonen bak deres bærekraftfokus?
- Hva er deres erfaringer med sammenhengen mellom bærekraft og lønnsomhet?
- Hvordan måler dere bærekraft?
- Hvilke rammeverk er veiledende for deres atferd innenfor bærekraft?

Tema 2: Finansielle instrumenter for bærekraft

- Hvordan jobber dere i praksis med bærekraft i dag?
- Kan du beskrive grønne finansielle instrumenter dere har god/dårligere erfaring med i deres virksomhet?
- Hva tror dere kommer til å bli viktigere fremover?
- Hva er deres konkrete planer?
- Hva skal til for at dere i høyere grad vil benytte finansielle instrumenter for bærekraft?
- Kan du beskrive hvordan dere rapporterer på bærekraft?
- Hvilken betydning har rapportering på bærekraft for dere?
- Hvordan kvantifiserer dere ikke-finansielle mål?

Tema 2: Interessentperspektivet

- Hvilken betydning har interessentperspektivet for dere?
- Hvordan jobber dere for å få kjennskap til interessenters verdier og behov?
- Hvordan prioriterer dere mellom ulike interessenters behov?
- Hvilke interessenter anser dere som viktigst i arbeid med bærekraft?
- Hva er deres oppfatning av interessentenes påvirkning på bærekraftinnsats?
- Hvilken rolle spiller interessenter i bruk av finansielle instrumenter? Noen interessenter som spiller en viktigere rolle?
- Hvilken betydning har vesentlighetsanalyser i deres arbeid med bærekraft?

Oppsummeringsspørsmål

- Hvilke utfordringer møter dere i arbeidet med bærekraft?
- Hva er de største mulighetene for finansbransjen innenfor bærekraft?

Avslutningsvis

- Veien videre
- Vi vil sende et utkast til gjennomlesing
- Takk for intervjuet

Appendiks 4. Oversikt over intervjuer

Navn	Selskap	Stilling	Dato
Monica Mee	Nordea	Sustainability specialist	04.04.2018
Jon Fredrik Vassengen	Argentum	Senior Associate	05.04.2018
Christian H. Haraldsen	Gjensidige	Kommunikasjonssjef	06.04.2018
Andreas Lysdahl Hiva Ghiri	Herkules Capital	Director / Investor Relations Manager, ESG team	06.04.2018
Trygve Meyer	SKAGEN Fondene	ESG-spesialist / Kommunikasjonsrådgiver	09.04.2018
Wilhelm Mohn	NBIM	Head of Sustainability Initiatives	09.04.2018
Janicke Scheele	DNB	Head of Responsible Investments	11.04.2018
Frode Vasseth	Sparebanken Sogn og Fjordane	Direktør Økonomi og Finans	12.04.2018
Heidi Finskas	KLP	Vice President Corporate Sustainability	13.04.2018
Sunniva Bratt Slette	Storebrand	Sustainability analyst	17.04.2018

Appendiks 5. Oversikt over forvaltningskapital ved utgangen av 2017

Type finansinstitusjon	Navn	Forvaltningskapital i mrd NOK
Bank	Sparebanken Sogn og Fjordane	52
	DNB	2 698 ¹
	Nordea	3 247 ^{2,3}
Liv og pensjon	Gjensidige	149
	KLP	652
	Storebrand	721 ⁴
Investeringsfond	Argentum	13,7
	Herkules Capital	15
	SKAGEN Fondene	79
	NBIM	8 124 ⁵

Noter:

- 1) Inkluderer betydelig kredittvirksomhet
- 2) Vekslingskurs per 29.12.2017 EUR/NOK: 9,8403
- 3) Gjelder kun investeringer, ikke kredittvirksomhet
- 4) Etter oppkjøp av SKAGEN Fondene i 2017
- 5) Ved utgangen av første kvartal 2018

Appendiks 6. Oversikt over rapporteringsstandarder og internasjonale retningslinjer

	GRI	UN GC	UN PRI	UNEP FI	OECD	Andre	Kilde
Argentum	•	•	• 1		• 2	UN CEO, Invest Europe	Å, B, H
Herkules Capital			•			Invest Europe	B
Norges Bank Investment Management	• 3	•	•	•	• 4	SASB, TCFD	Å, H
SKAGEN Fondene		• 5	•			CRS, NUES, EFAMA	Å, H, B
DNB	•	•	•	•	• 6	ISO 14001, IIRC, UNGP, Ekvatorprinsippene, MCP, TCFD, CDP, RE100, Green Bond Principles, RSRS	Å, B, H
Sparebanken Sogn og Fjordane						Miljøfyrtårn	H
Nordea	•	•	•	•	• 7	Ekvatorprinsippene, CHRB, FAIRR, RSRS, EITI, IIGCC, MCP, EFR, SASB, SSE, TCFD	Å, B, H
Storebrand	•	•	•	•		IIRC, PARIS2015, PSI, Portifolia Decarbonization Coalition, MCP, TCFD, Miljøfyrtårn	Å, B, H
KLP		•	•		• 8	CDP, Portfolio Decarbonization Coalition, RE100, UNGP	Å, B, H
Gjensidige		•				CDP	Å, B

Noter: 1, 3, 5) Bygger på, 2, 6, 7, 8) Retningslinjer for flernasjonale selskaper, 4) Retningslinjer for eierstyring og selskapsledelse i selskaper med statlige eiendeler, og retningslinjer for flernasjonale selskaper

Å – Årsrapport, B – Bærekraftsrapport, H – Hjemmeside

Oversikt utarbeidet etter inspirasjon fra Slette og Pedersen (2016)

Appendiks 7. Utdrag fra dataanalyse

Drivere			
Type finansinstitusjon	Sitat	Kode	Kategori
Bank	<i>Det er nettopp på grunn av at vi har en del stiftelser, organisasjoner og pensjonskunder som ikke ønsker å være investert i dette</i>	Kundepreferanser, etterspørsel	Krav og etterspørsel
	<i>Dersom det viser seg at man har grove menneskerettighetsbrudd i leverandørkjeden eller hos en kunde vi har gitt utlån til, så er det en klar omdømmerisiko</i>	Indirekte risiko, omdømmerisiko, menneskerettigheter	Risikoreduksjon
Investeringsfond	<i>Vi har satt GDPR på agendaen i alle selskapene våre, og alle skal operere i tråd med lover og reguleringer innen fristen.</i>	Lover og reguleringer, krav	Krav og etterspørsel
	<i>På kort sikt tror jeg du kan nedprioritere bærekraft, men hvis du skal lykkes best mulig på lang sikt tror jeg ikke du kommer unna å ha det som en integrert del av strategien din</i>	Langsiktig overlevelse	Verdiskaping
Liv og pensjon	<i>Jeg tror man har en stor mulighet, men også et veldig stort ansvar, ved å være i finansbransjen på det tidspunktet vi er nå</i>	Mulighet, ansvar	Ansvar
	<i>Bærekraft og langsiktig sparing går hånd i hånd. Hovedargumentet er at vi tror at verden går i en mer bærekraftig retning. Hvis man da investerer i henhold til det så vil man få høyere avkastning på investeringene man gjør</i>	Langsiktig sparing, avkastning	Verdiskaping