
Trond Beldo Klausen
Ethiske investeringer

Institutt for samfunnsforskning

Oslo 2000

© ISF 2000
Rapport 2000:16

Institutt for samfunnsforskning
Munthes gate 31
Postboks 3233 Elisenberg
0208 OSLO
www.samfunnsforskning.no

ISBN 82-7763-151-0
ISSN 0333-3671

Materialet i denne rapporten er omfattet av åndsverklovens bestemmelser. Det er lagt ut på internett for lesing på skjerm og utskrifter til eget bruk. Uten særskilt avtale med ISF er enhver eksemplarfremstilling og tilgjengeliggjøring utover dette bare tillatt i den utstrekning det er hjemlet i lov.

Utnyttelse i strid med lov eller avtale kan medføre erstatningsansvar, og kan straffes med bøter eller fengsel.

Innhold

Forord	5
1 Innledning.....	7
1.1 Historikk og omfang	9
2 Forskjellige former for etiske investeringer	11
3 Kriterier for etiske investeringer	15
4 De etiske investorene.....	23
4.1 De etiske investorenes atferd	24
5 Avkastning av etiske investeringer.....	31
6 Hvor etiske er de etiske investeringene?	37
7 Hvilke ordninger og tiltak kan bidra til å fremme etiske investeringer?	43
8 Etiske investeringer i Norge	47
8.1 Storebrand.....	49
8.2 Skandia	52
8.3 Orkla Finans.....	54
8.4 Banco Fondsforvaltning.....	55

8.5	Odin Forvaltning.....	57
8.6	Opplysningsvesenets fond	58
8.7	Folketrygdfondet.....	60
8.8	Oppsummering.....	61
9	Hva betyr etisk eller grønn «screening» for selskapene?	65
9.1	Norsk Hydro	65
9.2	Tomra.....	68
10	Avslutning	71
10.1	Temaer og problemstillinger for videre forskning.....	72
11	Referanser.....	77

Forord

Denne rapporten handler om etiske investeringer. Den er dels basert på et studium av internasjonal litteratur om emnet og dels på samtaler med representanter for norske forvaltningsselskaper og bedrifter. Initiativet til arbeidet med etiske investeringer ble delvis tatt av Næringslivets Hovedorganisasjon, som også har bidratt til å finansiere rapporten. Den andre økonomiske bidragsyteren er Verdinettet i Norges forskningsråd. Jeg vil først og fremst takke Trygve Gulbrandsen ved Institutt for samfunnsforskning for givende diskusjoner, kommentarer og innspill underveis, og for å ha lest gjennom det endelige manuskriptet. Dernest vil jeg takke en rekke fondsforvaltere og andre som har bidratt med opplysninger om etiske investeringer i Norge. Uten deres hjelp ville det vært umulig for meg å få oversikt over det norske markedet i løpet av den begrensede tiden jeg har hatt til rådighet. Sist, men ikke minst, vil jeg takke Sidsel Lumholdt, som har bidratt med kommentarer og korrekturlesning. Undertegnede er selv ansvarlig for de feil og mangler som måtte forekomme.

Oslo, oktober 2000

Trond Beldo Klausen

Innledning

Høsten 1999 lanserte Dow Jones 25 «bærekraftindekser», de såkalte Sustainability Group Indexes. Indeksene er et eget selskap, som eies av Dow Jones og SAM Sustainability Group, et sveitsisk selskap som har spesialisert seg på å vurdere om selskaper er bærekraftige.¹ Formålet med indeksene er å synliggjøre hvorledes selskapene med de beste prestasjonene innen miljø, etikk og sosiale forhold, etter Dow Jones' kriterier, gjør det økonomisk. For å komme med på indeksene må et selskap være blant de 10 prosent beste innen de nevnte områdene. Det kan ikke investeres direkte i indeksene, men forvaltere tilbyr fond hvor porteføljen er sammensatt med utgangspunkt i indeksene eller direkte investeringer i bærekraftige enkelt-selskaper. Indeksene kan også brukes som referanse for etiske investorer som ønsker å finne ut om deres investeringer gir en avkastning som det er rimelig å forvente, dersom man legger etiske, sosiale eller miljømessige kriterier til grunn for investeringene. Dow Jones' bærekraftindekser inkluderer mer enn 200 selskaper fra 22 land. Norske selskaper ble ved lanseringen av indeksene rangert som best på verdensbasis innen to næringer; Norsk Hydro innen «Konglomerater»² og Tomra innen «Forurensingskontroll og Avfallshåndtering». Ingen

¹ Bærekraftighet er et begrep som opprinnelig ble brukt til å beskrive en situasjon der ressursutnyttelsen ikke overstiger naturens tåleevne. I dag er begrepet tillagt en langt videre betydning. Som vi senere skal se er det flere faktorer enn ressursutnyttelse som danner grunnlaget for Dow Jones' bærekraftindekser.

² «Konglomerat» betyr i denne sammenhengen at et selskap driver med uensartet virksomhet.

andre europeiske land hadde mer enn ett selskap på topp (Dow Jones og SAM Sustainability Group 1999).

At et selskap som Dow Jones lanserer denne typen indekser er et eksempel på at etiske investeringer ikke bare er for idealister. Mens pionerene på området var religiøse eller politiske aktivister, er det i dag en langt mer sammensatt gruppe investorer som vektlegger andre hensyn enn de rent økonomiske når de foretar en investering. Bl.a. er institusjonelle investorer, som for eksempel universiteter og pensjonsfond, økonomisk betydningsfulle aktører.

Hvilke andre motiver enn hensynet til økonomisk avkastning som ligger til grunn for en investering varierer mellom investorer. Betegnelsene investeringene gis gjenspeiler til dels formålet med investeringen. For eksempel brukes ofte «grønne investeringer» om investeringer i selskaper med gode miljøprestasjoner. Der hvor andre sosiale motiver ligger til grunn, for eksempel ønsket om å bidra til bedre arbeidsmiljø og helse, eller investorene tar hensyn til flere forhold samtidig, brukes gjerne betegnelsene «etiske eller sosialt ansvarlige investeringer». Andre betegnelser er «sosiale investeringer», «sosialt bevisste investeringer» eller «misjonsbaserte investeringer» (Social Investment Forum (SIF) 1999:5). De som er skeptiske til denne typen investeringer bruker av og til betegnelsen «samvittighetspenger» (Sanders 1989). Betegnelsene viser imidlertid til samme fenomen, som er «(...) a set of approaches which include social or ethical goals in addition to more conventional financial criteria in decisions over whether to hold a particular investment» (Cowton 1999b:99). Ved siden av å gi en tilfredsstillende avkastning må selskapene tilfredsstille investorenes sosiale og etiske mål for å komme i betraktning som aktuelle investeringsobjekt.

«Etiske investeringer» er den mest brukte betegnelsen i Storbritannia, «sosialt ansvarlige» investeringer i USA. Jeg vil i denne rapporten bruke *etiske investeringer* som en samlebetegnelse på denne typen investeringer, men vil i de tilfeller der det er formålstjenlig spesifisere hva slags investeringer det er snakk om. Da etiske investeringer har lengst historikk i USA og Storbritannia, og det finnes mest dokumentasjon fra disse landene, baserer jeg meg hovedsakelig på amerikanske og britiske kilder.

1.1 Historikk og omfang

Selv om etiske investeringer er relativt nytt blant profesjonelle investorer, har etiske hensyn påvirket beslutninger om investeringer i mange hundre år. Allerede i før-kristen tid gav jødiske lover direktiver om hvordan man skulle investere etisk. Dagens etiske investeringer har delvis et religiøst opphav. Bl.a. har kvekerne vært sentrale. Da de på 1700-tallet etablerte seg på det nordamerikanske kontinent nektet de å investere i våpen og slavehandel (SIF 1999:7). Storbritannias første, og fremdeles største, etiske aksjefond, Friends Provident Stewardship Trust, ble i 1984 startet av personer med tilknytning til Kveker-bevegelsen. Religiøst motiverte investorer står fremdeles for en betydelig andel av etiske investeringer.

Det andre opphavet til «moderne» etiske investeringer kan føres tilbake til de mange politiske bevegelsene på 1960-tallet. Borger- og kvinneverettighetsgrupper samt antikrigs- og miljøbevegelsen skapte økt oppmerksomhet om etikk og sosial ansvarlighet. Den økte oppmerksomheten bidro til at politisk motiverte etiske investeringer ble mer utbredt. Mot slutten av 1970-tallet fikk etiske investeringer imidlertid en utbredelse utover politiske og religiøse grupper, særlig p.g.a. ønsket om ikke å investere i selskaper som var involvert i Sør-Afrika. Motstand mot apartheidregimet var lenge den største enkelt-saken for etiske investorer. Da Nelson Mandela i september 1993 ba verdenssamfunnet om å oppheve de økonomiske sanksjonene mot landet, regnet mange analytikere med at etiske investeringer ville miste sin tiltrekningskraft og bli et marginalt fenomen.

Det skjedde ikke. I USA og Storbritannia har etiske investeringer økt i omfang siden 1993. Det skyldtes delvis at institusjoner og enkeltpersoner som drev aktiv påvirkning av næringslivet i Sør-Afrikaspørsmålet, benyttet de kanaler som var etablert til å fremme andre saker. Men også eksterne faktorer, som den økende oppmerksomheten omkring miljøspørsmål, bidro til å øke interessen for etiske investeringer. Disse faktorene har vært medvirkende til at 2.160 milliarder dollar forvaltes i henhold til etiske retningslinjer ved utgangen av 1999 i USA. Dette er nær en dobling fra 1997, og fire ganger mer enn i 1995. Vel 13 prosent av all profesjonelt forvaltet kapital i USA

i 1999 var en del av en etisk portefølje, en økning fra 9 prosent to år tidligere (SIF 1999:3). I Storbritannia var 2,5 milliarder pund plassert i etiske fond ved utgangen av 1999. Det er nesten tre ganger så mye som i 1995 (Ethical Investment Research Service (EIRIS) 1999b). I tillegg kommer de direkte investeringene. Selv om direkte etiske investeringer og etiske aksjefond fremdeles er et lite utbredt fenomen, sett i forhold til all investert kapital, er det en av de hurtigst voksende sektorer innen finansverdenen. I USA økte de etiske investeringene med 82 prosent mellom 1997 og 1999. Økningen er nesten dobbelt så høy som økningen i de samlede investeringer som går gjennom profesjonelle investorer. Den samme tendensen finner vi om vi ser på utviklingen i antall fond. Mens det i USA i 1995 var registrert 55 etiske fond, var antallet 175 i 1999 (SIF 1999:8).

I andre land er etiske investeringer mindre utbredt, og det eksisterer ikke så mye systematisk informasjon om dem. Den foreliggende litteraturen tyder imidlertid på at fenomenet har en viss utbredelse også i Australia, Canada, New Zealand, Tyskland, Belgia, Frankrike, Nederland og Sverige.

I Norge har oppmerksomheten omkring etiske investeringer vært liten. Oljefondets manglende etiske retningslinjer har vært omtalt i media, det samme har enkelte av investeringene til Den norske Kirke gjennom Opplysningsvesenets Fond (Bonde 1998, Krogsrud 2000). Utover det har det hittil vært lite i den norske offentligheten som tyder på at etiske investeringer er særlig høyt plassert på dagsorden, hverken blant profesjonelle investorer eller personer som er opptatt av etiske spørsmål.

Forskjellige former for etiske investeringer

Den kanskje mest vanlige formen for etiske investeringer er å *unngå å investere* i selskaper som vurderes som uakseptable. For å unngå bestemte selskaper anvender man såkalte negative kriterier. Som jeg nevnte innledningsvis nektet kvekerne å investere i våpen og slaveri. Også i dag er våpenindustrien blant de bransjer som oftest utelates fra etiske porteføljer. Andre produkter som unngås av mange etiske investorer er tobakk, alkohol og gambling.³ Mange investorer tar også hensyn til produksjonsprosessen, for eksempel om den forurenser, eller til sosiale forhold, som arbeidsmiljø, når de utelater selskap fra sine porteføljer.

En annen strategi blant etiske investorer er å foreta direkte investeringer i *gode selskaper*. Dette kan være selskaper som produserer eller distribuerer særlig nyttige produkter, som helsekost og medisiner, som behandler avfall fra produksjonsprosessen miljømessig forsvarlig eller som utmerker seg med gode standarder for arbeidsmiljø og medbestemmelse for de ansatte, for å nevne noen eksempler. Kriteriene som anvendes innen denne strategien betegnes som positive.

Mange investorer kombinerer negative og positive kriterier ved valg av hvilke selskaper de skal investere i. En måte å gjøre det på er å velge bort de bransjer/selskaper man mener det er uakseptabelt å

³ Tobakk, alkohol og gambling betegnes ofte som «sin stocks».

investere i, og deretter bruke positive kriterier til å velge de beste blant de som er tilbake. Denne metoden blir i stor grad også benyttet av en rekke *etiske fond*, som er en tredje mulighet for etiske investorer. En rekke fond ble etablert med utgangspunkt i ønsket om å unngå å investere i enkelte selskaper eller bransjer, men har etterhvert utvidet settet av kriterier for etiske investeringer til også å omfatte positive kriterier. Ved siden av å investere i etisk akseptable selskaper finnes det såkalte ideelle fond, som gir deler av overskuddet til ideelle organisasjoner. Ved en lovendring som trådte i kraft 1. juli 2000 ble det også i Norge tillatt å utbetale fondsmidler til andre enn andelshaverne, for eksempel til ideelle organisasjoner (Hammer 2000). Noen fond har både en etisk investeringsprofil og gir deler av avkastningen til veldedige formål, mens andre fond støtter veldedige formål uten å ha noen etisk investeringsprofil. Det siste regnes ikke som etiske investeringer fordi det er hva man investerer i, og ikke hvordan avkastningen anvendes, som bestemmer om en investering kan kalles etisk eller ikke.

I motsetning til direkte investeringer gir ikke investering i fond den enkelte investor stemmerett i selskapene. Denne stemmeretten tilfaller fondets forvaltere. Aktive etiske investorer blir ved investering i fond dermed utelukket fra en fjerde mulighet for etiske investorer: Å bruke stemmeretten en aksjepost gir til å påvirke ledelsen. *Aktive aksjonærer* bruker stemmeretten til enten å påvirke et selskaps politikk gjennom forslag og stemmegivning på generalforsamlingen eller til å inngå direkte dialog med ledelsen. Ethiske investorer som velger denne strategien investerer ikke nødvendigvis i de selskapene med den beste etiske profilen, men prioriterer heller å investere i mindre gode selskaper for å bruke den innflytelsen aksjeposten gir til å forsøke å gjøre dem bedre. Selv om man kanskje ikke får støtte for sine forslag fra mer enn en liten del av de øvrige aksjonærene på generalforsamlingen, kan denne formen for aksjonæraktivisme være effektivt fordi den retter oppmerksomheten mot dårlige sider ved et selskaps politikk. For å unngå eksponering på en generalforsamling kan ledelsen velge å inngå en dialog med aksjonærene om forholdene de vil ha rettet på. I noen tilfeller har enkelte aksjonærer gått til

rettslige skritt mot selskapet de er aksjonærer i, men det først etter at andre midler har vært prøvet (Wokutch 1984:23).

En femte mulighet for etiske investorer er investering i kooperative selskaper eller «*community*»- prosjekter. Dette kan for eksempel være initiativer for lokal utvikling, sosiale boligprosjekter eller etablering av små foretak. Ofte blir midlene investert i mindre utviklede byområder, og de som nyter godt av investeringen har vanligvis ikke tilgang til finansiering gjennom tradisjonelle kanaler.

Etisk og sosialt bevisste investorer deponerer også penger i «*sosiale banker*», som yter lån til, oftest små, foretak og institusjoner med en sosial eller allmennyttig profil. Lånene har i de fleste tilfeller en rente lavere enn markedsrenten. Risikoen for investorene er, som ved annen banksparing, selvsagt langt lavere enn ved investering i aksjer. Avkastningen er imidlertid også lavere, og ofte lavere enn ved sparing i vanlige banker fordi man må gi avkall på markedsrente dersom de sosiale bankene skal kunne låne pengene ut igjen til gunstige betingelser. I motsetning til eksemplene foran er ikke utlån til banker en investering i egenkapital, men jeg tar det med her fordi de er en del av en «etisk bevisst» plasseringsstrategi.

I USA er nesten 70 prosent av de etiske investeringene «screenet»⁴ i henhold til ett eller flere negative eller positive kriterier. 42 prosent er forvaltet av aktive aksjonærer, mens under 1 prosent er plassert i «*community*»- prosjekter. Årsaken til at dette utgjør mer enn 100 prosent er at det er en viss overlapping mellom de ulike formene for etiske investeringer (SIF 1999:5).

⁴ «Screening» vil si at man utelukker eller inkluderer de selskapene som tilfredsstiller de oppsatte kriteriene.

Kriterier for etiske investeringer

Vi har sett at hovedsaken for mange av de første etiske investorene var å unngå selskaper med produkter, produksjonsprosesser eller lokalisering som er i konflikt med deres verdier. Denne såkalte «avoidance»-strategien er fremdeles sentral for etiske investorer, men har senere altså blitt supplert med positive kriterier der målet er å styre investeringene mot selskaper som har utmerket seg positivt innen miljøvern, arbeidsmiljø etc.

I Storbritannia benytter etiske investorer tjenestene til Ethical Investment Research Service (EIRIS) når de skal sette sammen en etisk aksjeportefølje. Mer enn 2/3 av de etiske fondene og en rekke uavhengige finansielle rådgivere bruker EIRIS' tjenester. EIRIS ble etablert i 1983, året før det første etiske fondet ble lansert i Storbritannia, og driver systematisk overvåkning av bl.a. alle selskapene på Financial Times All-Share Index (FTAS). Byrået tilbyr investorer muligheten til å «screene» FTAS-indeksen i forhold til opptil 300 kriterier, både positive og negative (Mackenzie 1998:81). Kriteriene blir i noen grad utviklet i dialog med fondsforvaltere og andre etiske investorer. De negative kriteriene som framgår av tabell 1 på neste side er bare en liten del av de over 300 kriteriene som brukere av EIRIS tilbys. Det vil føre for langt å omtale alle kriteriene her. For de som er interesserte i en bredere oversikt over hvilke kriterier som benyttes henviser jeg til *Money and Ethics* (EIRIS 1996).

Investorene har imidlertid ulike preferanser og verdier, og etter spør derfor mange forskjellige kriterier. Den enkelte investor eller fondsforvalter formidler sine ønsker til EIRIS og får tilbake en over-

Tabell 1.
Årsaker til eksklusjon av selskaper fra etiske porteføljer. (N=125)

Tema	Frekvens	Prosent
Sør-Afrika	120	96,0
Salg til militæret	111	88,8
Tobakk	87	69,6
Kjernekraft	82	65,6
Finansinstitusjoner	70	56,0
Gambling	59	47,2
Dyrevern	57	45,6
Bidrag til politiske partier	57	45,6
Reklame	50	40,0
Alkohol	49	39,2
Spredning av utenlandske interesser	24	19,2
Andel av virksomheten utenlands	24	19,2
Selskapets størrelse	16	12,8
Avisproduksjon og TV	6	4,8

Note: Kilde til tabellen er Anand & Cowton (1993).

sikt over akseptable investeringsobjekter. Den aktuelle porteføljen settes deretter sammen på bakgrunn av konvensjonelle økonomiske kriterier, avkastning og risiko, og/eller andre etiske overveielser. I USA er det mest vanlig at investorene selv foretar den initielle seleksjonen fra hele investeringsuniverset på bakgrunn av informasjon fra finansielle rådgivere.

Når investeringene styres av den enkelte investors preferanser og verdier skulle man tro at dette ville resultere i et meget sammensatt investeringsunivers. Imidlertid viser det seg at enigheten om prioriteringer blant en del investorer er større enn det man kanskje kunne anta. Tabell 1 gjengir resultatene fra en undersøkelse blant etiske investorer om hvilke kriterier de legger til grunn for å ekskludere et selskap fra sine porteføljer. Undersøkelsen er gjennomført blant 125 etiske investorer. Grunnlaget for datamaterialet er den såkalte «Acceptable List Questionnaire», som brukerne må fylle ut når

EIRIS skal sette opp en oversikt over hvilke selskaper som er akseptable for den enkelte investor (Anand & Cowton 1993). Vi ser at engasjement i Sør-Afrika er på topp. Hele 96 prosent av de spurte ville ikke investere i selskaper som var engasjert i landet.⁵ Andre årsaker til eksklusjon, som oppnår bred tilslutning fra investorene, er militært engasjement, tobakk og kjernekraft, som mer enn 2/3 av investorene vil unngå å investere i. I tillegg ønsker omtrent halvparten å unngå finansinstitusjoner, selskaper involvert i reklame, alkohol, dyreforsøk, gambling og selskaper som gir økonomisk støtte til politiske partier.

Med utgangspunkt i den tilsynelatende enigheten som framgår av tabell 1, er et nærliggende spørsmål om EIRIS og liknende organer er med på å styre investorenes prioriteringer, i tillegg til å tilby informasjon om det enkelte selskap. Hvis det er tilfelle, kan prioriteringene delvis være et resultat av at det er EIRIS som har rådgitt dem. Spesialiserte organisasjoner for overvåkning minsker den enkelte investors transaksjonskostnader ved etiske investeringer, men de får også en større potensiell innflytelse over valg av investeringsobjekt. Jeg har ikke sammenliknbare studier av investorer som bruker andre byråer i Storbritannia. En nyere undersøkelse fra USA viser imidlertid en liknende tendens som den vi finner i tabell 1, bortsett fra at engasjement i Sør-Afrika p.g.a. apartheid ikke lenger er på dagsorden og at miljøspørsmål har fått større betydning i løpet av 90-tallet (SIF 1999:4). I USA er det ikke EIRIS, men andre byråer som bistår ved sammensetning av en etisk portefølje eller ved valg av fond. Selv om datamaterialet er begrenset, er det likevel grunn til å tro at valget av kriterier i større grad gjenspeiler investorenes enn overvåkningsbyråenes prioriteringer. EIRIS og liknende organer er selvsagt ikke nøytrale, men informasjonen de tilbyr sine kunder ser ut til å være faktaorientert heller enn verdiorientert (Anand & Cowton 1993:Appendiks).

Statens Petroleumsfond vil benytte EIRIS til rådgivning ved sammensetning av en miljøportefølje (RORG 2000:6). At en så stor

⁵ Undersøkelsen ble gjennomført før Mandela oppfordret til oppheving av sanksjonene mot Sør-Afrika.

aktør som oljefondet benytter seg av EIRIS kan oppfattes som et kvalitetsstempel på deres tjenester.

Kriteriene som er omtalt foran er absolutte i den forstand at selskapene måles mot en gitt standard. Hvis et selskap anses å være involvert i uønsket virksomhet, blir det utelatt fra et potensielt investeringsunivers. Det samme gjelder for positive kriterier: Hvis et selskap har et eller flere ønskede karakteristika, blir det inkludert i det samme universet.

Bærekraftindeksene fra Dow Jones, som ble omtalt i innledningen, fungerer på en annen måte. Her rangeres selskapene i forhold til hverandre etter hvor godt de oppfyller etiske, sosiale og miljømessige kriterier. Man kan si at Dow Jones opererer med fleksible kriterier. De er fleksible på to måter. For det første er det viktigere hvordan selskapene presterer i forhold til hverandre, enn at de tilpasser seg på forhånd gitte standarder. For det andre endres standardene for hver revisjon, avhengig av endringene i selskapenes prestasjoner siden forrige revisjon på de områdene som danner grunnlaget for indeksene. Stikkordet er «best of sector». Indeksene er bygget opp på den måten at næringsvirksomheten deles inn i bransjer og sektorer. Enkelte bransjer og sektorer kan ekskluderes hvis selskapenes prestasjoner er meget lave, men som en hovedregel har selskaper innen alle bransjer mulighet til å oppnå å bli med i indeksene.⁶

De 2000 største selskapene, etter markedsverdi, på Dow Jones' ordinære indekser gis poeng etter hvor godt de oppfyller ulike kriterier om bærekraftighet, og de 10 prosent beste innen hver bransje inkluderes automatisk i indeksene. Hovedrevisjon av indeksene foretas en gang i året. Indeksene oppdateres ellers kontinuerlig, og selskaper kan fjernes fra indeksene fortløpende som en følge av konkurser, oppkjøp, fusjoner og fisjoner. Men bare ved hovedrevisjonen kan nye selskaper tas opp (Dow Jones Sustainability Group Indexes (DJSI) 1999). Indeksene er investerbare gjennom aksjemeklere og fond som abonnerer på dem. Det vil si at forvaltere tilbyr andeler i indeksfond, der porteføljen gjenspeiler selskapenes andel av indeks-

⁶ Selskaper innen tobakk, alkohol og gambling er utelukket i noen av indeksene. Det samme gjelder selskaper med mer enn 50 prosent av omsetningen fra våpen.

*Tabell 2.
Fordelingen av Dow Jones' bærekraftindekser på sektorer,
juli 2000*

Sektor	Andel i prosent
Teknologi	24,8
Finans	17,1
Konjunkturfølsomme produkter	12,4
Energi	9,3
Ikke-konjunkturfølsomme produkter	9,0
Telekommunikasjon	8,1
Industri	6,8
Helse	5,9
Råvarer	4,4
Fellesgoder	2,3
Totalt	100,1

Note: Kilde til tabellen er indeksenenes hjemmesider (DJSGI 2000).

ene. Man kan selvsagt også kjøpe aksjer i enkeltelskaper. Meklere og fond kan utover dette utarbeide tilpassede investeringsprodukter, der de foretar et utvalg av selskaper med utgangspunkt i indeksene. I tabell 2 vises den sektorvise sammensetningen av Dow Jones' bærekraftindekser etter markedsverdi per juli 2000.

Vi ser at teknologi og finans er størst, med til sammen over 40 prosent. Den tredje største sektoren er konjunkturfølsomme produkter med over 12 prosent, deretter følger energisektoren med 9 prosent. Innen teknologisektoren finner vi bl.a. forsvars- og bioteknologiindustrien. Som vi så i tabell 1 ville nesten 90 prosent av investorene i EIRIS-undersøkelsen ekskludere forsvarsindustrien fra sin portefølje. Bioteknologiindustrien blir ofte kritisert for bruk av genmodifiserte organismer, og er uaktuell for en del etiske investorer (Joly 1999:7). Finansinstitusjoner ble ekskludert av 56 prosent av investorene i tabell 1. Argumentet for å unngå finansinstitusjoner er at selv om disse skulle holde en høy sosial og miljømessig standard, så bidrar de til å finansiere virksomhet som er etisk eller miljømessig

uforsvarlig. Innen konjunkturfølsomme produkter finner vi bl.a. reklamebyråer, flyselskaper, bilfabrikanter og kasinoer, mens energisektoren stort sett består av selskaper involvert i produksjon og distribusjon av petroleumsprodukter (DJSGI 1999:11). Disse bransjene vurderes som tvilsomme av en rekke etiske og miljøorienterte investorer. Med utgangspunkt i disse eksemplene er det grunn til å tro at Dow Jones-indeksene ikke vil være særlig aktuelle for dem som legger relativt strenge etiske kriterier til grunn for sine investeringer.

Fleksible, delvis bransjespesifikke, kriterier kan likevel være med på å bidra til å heve etikk- og miljøstandarden. Tungindustrien kan ikke konkurrere med for eksempel internetselskaper når det gjelder utslipp til ytre miljø. Det kan imidlertid være stimulerende å ha muligheten til å oppnå en plass på Dow Jones' bærekraftindekser, dersom man gjør det godt innen sin egen bransje. Disse indeksene gir alle selskaper noe å strekke seg etter, fordi de kan inkluderes dersom de gjør det godt i forhold til sammenliknbare virksomheter. Relative standarder er blitt framhevet som et pluss fordi de gir større rom for forhandlinger mellom selskapene og de som søker å påvirke dem, enn om man skal forhandle med utgangspunkt i absolutte standarder (Paul & Lydenberg 1992:5). Slike standarder kan dermed fungere som et incitament til å forbedre innsatsen innen etikk, miljø og sosiale forhold. På den annen side kan fleksible kriterier i prinsippet føre til at et selskap ved neste revisjon av indeksene oppnår en bedre ranking uten å foreta seg noe for å forbedre sine prestasjoner, dersom de andre selskapene innen bransjen senker deres standarder og ambisjonsnivå. Det er likevel størst grunn til å tro at et selskap vil søke å bedre sine standarder, fordi overvåkingen vil føre til økt oppmerksomhet om selskapet og det vil kunne medføre tapte markedsandeler ikke å foreta seg noe.

Formålet med disse indeksene er å skape interesse blant investorer for selskaper som driver godt i forhold til «bærekraftige prinsipper». Prinsippene gjelder ikke bare forholdet til det ytre miljø, men omfatter også innovativ teknologi, styring av bedrifter, forholdet til aksjonærene, industrielt lederskap og samfunnsansvar. Disse prinsippene er operasjonalisert i et spørreskjema, som sendes ut til alle selskapene som har mulighet til å bli med på indeksene. Spørreskjemaet

inneholder en rekke konkrete spørsmål innen seks kategorier: Bærekraftig politikk og strategi, håndtering av muligheter, strategiske risiki, håndtering av risiki, næringsspesifikke muligheter og næringsspesifikke risiki. Innen hver kategori kan et selskap oppnå 12 poeng. Sammen med 2 poeng for informasjonskvalitet gir det totalt maksimalt 74 poeng. Ved siden av spørreskjemaet inngår selskapenes egne rapporter, bl.a. miljørapport, helse- og sikkerhetsrapport, rapport om sosiale forhold og finansrapport i grunnlaget for poenggivningen. Rapportene analyseres for å verifisere den informasjonen som er gitt i spørreskjemaene. I tillegg blir media overvåket kontinuerlig med sikte på å kartlegge selskapets håndtering av relasjonene til omverdenen. Det legges særlig vekt på forholdet til pressgrupper, om selskapet har forårsaket eller vært involvert i ulykker, omdømmet i forhold til behandling av ansatte, eller eventuelle rettslige avgjørelser i selskapets disfavør. Dersom ledelsen har håndtert slike saker på en utilfredsstillende måte, blir selskapet ekskludert fra muligheten til å komme med på bærekraftindeksene. Avgjørelsen om å ekskludere selskaper tas av representantskapet i Dow Jones Sustainability Group Indexes etter anbefaling fra en rådgivende komite (DJSGI 1999:14-15).

Grundig overvåkning og standardisert og presis informasjon er særskilt viktig for etiske investorer (Filsner & Cooper 1992:124). Uten organisasjoner som EIRIS eller SAM Sustainability Group, som utfører overvåkingen av selskapene på Dow Jones' bærekraftindekser, ville etiske investeringer trolig vært langt mindre utbredt enn i dag. Den enkelte investors kostnader forbundet med å innhente og behandle informasjon ville simpelthen bli for høy. Man kan absolutt sette spørsmålsteget ved i hvor stor grad overvåkerne styrer investeringene, men uten dem ville kvaliteten på de etiske investeringene sannsynligvis ha vært dårligere.

De etiske investorene

En relativt stor del av de første etiske investeringene var hovedsakelig religiøst motiverte. På 60- og 70-tallet kom andre investorer til, i første rekke ut fra politiske motiver. I dag er etiske investorer en langt mer sammensatt gruppe, bl.a. som en følge av at en rekke institusjonelle investorer har begynt å investere i henhold til etiske retningslinjer. Religiøse og ideelle organisasjoner har vært lenge i markedet, det samme har akademiske institusjoner og sykehus. De senere årene har også en rekke pensjonsfond begynt med etiske investeringer. Det skjedde særlig etter at det ble tillatt for pensjonsfond å foreta etisk motiverte investeringer, så lenge de oppfyller deres finansielle forpliktelser vis-à-vis medlemmene (EIRIS 1999a). Sist, men ikke minst, har det vært en stor økning i antall etiske aksjefond i løpet av 90-tallet. Økningen i antall aksjefond har gjort det enklere for enkeltpersoner med begrensede kunnskaper om aksjemarkedet å investere i henhold til sin overbevisning.

En britisk undersøkelse identifiserer noen faktorer som kan være med på å forklare hva det er som driver de etiske investorene. De er politisk til venstre for sentrum, religiøst orientert, legger vekt på menneskerettigheter og pasifisme, og har mistillit til multinasjonale selskaper som de mener har for stor innflytelse (Anand og Cowton 1993). Det er imidlertid viktig å understreke at slike undersøkelser ofte er utført blant et mindre utvalg av de mest aktive aksjonærene, for eksempel trukket fra medlemslistene til organisasjoner for etiske investorer. Beskrivelsen over passer kanskje derfor bedre for disse enn for alle etiske investorer sett under ett. Sannsynligvis er det flere

motiver og holdninger enn de ovenstående som bidrar til at man velger etiske investeringer, særlig etter at miljøvern ble satt på dagsorden. For egen del vil jeg legge til at enkelte trolig ikke har andre motiver enn å få størst mulig avkastning på kapitalen. De tror at selskaper som har miljømessige og etiske retningslinjer vil kaste mest av seg på lengre sikt.

4.1 De etiske investorenes atferd

Helt siden lanseringen av Statens Petroleumsfond i 1996 har det pågått en debatt om hvorvidt investeringene skal underlegges etiske retningslinjer, og i så fall hvilke. Per i dag ser det ut til at kun en liten del av kapitalen, 1 av i alt 264 milliarder kroner, vil bli underlagt slike retningslinjer, i hovedsak begrenset til å gjelde miljøhensyn. Under forarbeidene til dette såkalte Miljøfondet regnet enkelte med at ca 10 prosent av petroleumsfondet ville bli skilt ut i et eget miljøfond, og kritiserte Staten for å innta en altfor defensiv holdning. Kravet var at alle investeringene burde underlegges etiske retningslinjer, ikke bare knyttet til miljø (NorWatch 1999:1). I et svarbrev til Verdikommisjonen fra daværende statsminister Bondevik på spørsmålet om etiske retningslinjer, slås det imidlertid fast at: «Det norske oljefondet investeres i utlandet ut fra en målsetning om å oppnå høyest mulig avkastning på investert kapital» (Bonde 1998). Bondeviks utsagn gir implisitt inntrykk av at det er en konflikt mellom etiske hensyn og økonomisk avkastning. Det skal jeg komme tilbake til i kapitlet om avkastningen av etiske investeringer.

Jeg har ikke brukt oljefondet som et eksempel på en etisk investor, fordi det har det hittil ikke vært. Hadde oljefondet imidlertid vært en etisk investor, ville det vært ganske representativt for hvordan de etiske investorene handler. For det er slett ikke slik at de etiske investorene investerer all sin kapital i henhold til etiske retningslinjer. Tvert imot viser en nylig publisert undersøkelse blant etiske investorer i Storbritannia at ingen av dem gjør det. Andelen som den enkelte investor plasserer i etiske investeringer varierer mellom 8 og 40 prosent. I gjennomsnitt plasserer de etiske investorene 20 prosent

av sin kapital i porteføljer som er sammensatt ut fra etiske retningslinjer (Mackenzie og Lewis 1999:444). Det betyr at for hvert pund som plasseres i henhold til etiske retningslinjer, investeres fire ganger mer i porteføljer der det ikke er tatt noen etiske hensyn. En skulle tro at det for den enkelte investor er problematisk å investere på denne måten. Dersom man for eksempel er mot våpenhandel, ville det logiske være å sørge for at hele porteføljen var våpenfri, og ikke bare en mindre del av den. Konklusjonen på bakgrunn av intervjuene er likevel at «Consistency isn't everything – 10 percent may be better than nothing» (Mackenzie og Lewis 1999:451). Dersom alternativet hadde vært å investere all kapitalen uten å ta etiske hensyn, er det tross alt bedre å investere 10 prosent av den i henhold til etiske retningslinjer.

Begrunnelsen for å inneha ikke-etiske aksjer er bl.a. at de er arvet, og at salg av aksjene ville stride mot viljen til dem de hadde arvet dem fra. En annen begrunnelse er at det er bedre at kritiske investorer som dem selv, som bruker stemmeretten til å påvirke et selskap, beholder aksjene, enn at de selges til noen som bare er glade for å ha dem (Mackenzie og Lewis 1999:447). Som vi har sett i kapittel 2 regnes kapital forvaltet av aktive aksjonærer, som søker å påvirke et selskaps etiske standarder, også som etiske investeringer, mens den omtalte undersøkelsen kun omhandler investeringer som ekskluderer uakseptable eller støtter akseptable selskaper. Et interessant spørsmål, som jeg ikke skal forfølge, er hvor etisk det egentlig er å selge sine ikke-etiske aksjer til andre, evt. også å tjene penger på dem. Har man aksjer i et selskap som ikke tilfredsstillers ens etiske kriterier, kan salg være et alternativ. Den eventuelle kjøperen vil dermed bli eier av en aksjepost som selgeren av etiske grunner ikke kan stå inne for. Det kan være etisk betenkelig, og parallellen til et slikt aksjesalg kan være salg av en vare der man er klar over at kvaliteten ikke holder mål. Helt sammenliknbare er de to forholdene imidlertid ikke. Varer av dårlig kvalitet kan destrueres framfor å tilbys for salg, det kan aksjer ikke. Den eneste måten å bli kvitt en eierandel på, er å overdra den til andre.

Det trekkes videre et skille mellom «essensiell kapital» og «overskuddskapital» for å forklare de etiske investorenes investeringspro-

fil. Kravet til avkastning på essensiell kapital er overordnet andre hensyn, mens overskuddskapital «(...) can be traded off for ethics quite aggressively» (Mackenzie og Lewis 1999:450). Noen av investorene aksepterte til og med å tape det de plasserte i henhold til etiske retningslinjer, og så på dette mer som en donasjon. En annen faktor, som kan forklare fordelingen mellom etiske og ikke-etiske investeringer, er at investorene muligens ikke er blant de mest aktivistiske, men har relativt moderate standpunkter i forhold til det de tror på. Som det så treffende blir beskrevet: «Modest statements can be adequately made with modest investments» (Mackenzie og Lewis 1999:450).

Undersøkelsen konkluderer med at investorene later til å ha en porteføljetilnærming til etikk, ikke ulik den de har til investeringer. Innen ordinære investeringer inngår de fleste et kompromiss mellom risiko og avkastning og sprer derfor kapitalen på en rekke investeringer med ulik risiko- og avkastningsprofil. På samme måte sprer de etiske investorene pengene på aksjer med ulik etikk- og avkastningsprofil. Et lite beløp kan bli investert i fond med meget strenge retningslinjer, men med dårlige utsikter til avkastning. Et større beløp investeres i fond med mindre strenge retningslinjer og med bedre avkastningsmuligheter. Resten av kapitalen plasseres i en rekke andre, ordinære, investeringer med varierende risiko- og avkastningsprofil.

Et annet poeng i undersøkelsen foran var at de fleste investorene ikke hadde tatt bryet med å kalkulere kostnader ved etiske investeringer. Det er derfor vanskelig å vite hvordan de faktiske økonomiske resultatene påvirker investeringsprofilen til etiske investorer. En annen britisk undersøkelse har tatt for seg dette (Lewis og Webley 1994). Her ble en gruppe på 100 mennesker, de fleste investorer, men kun et fåtall etiske investorer, spurt om hvordan de ville investere 1000 pund. Når avkastningen er lik andre investeringer, vil 56 prosent plassere alt eller mesteparten i etiske investeringer. Når avkastningen av etiske investeringer synker til 9 prosent, sammenliknet med referansen på 10 prosent, vil 32 prosent plassere pengene i etiske investeringer. Ved en avkastning på 8 prosent synker andelen etiske investeringer til 22 prosent, mens det ved 5 prosents avkast-

ning kun er 4 prosent som vil investere etisk (Lewis og Webley 1994:175). Resultatene viser at etiske investeringer er elastiske overfor variasjon i avkastning. Selv om etiske investorer kan være mer motiverte enn andre til å gi avkall på økonomisk avkastning for å støtte gode formål, er det åpenbart at dersom etiske investeringer skal være attraktivt for investorer og småsparere, bør avkastningen ikke være vesentlig lavere enn hos konkurrerende investeringsprodukter.

Noen forskere mener altså at den enkelte investor veier risiko, avkastning og etikk opp mot hverandre, når vedkommende avgjør hvor mye av pengene som skal plasseres i etiske investeringer. Det samme ser ut til å være tilfelle når de setter sammen den etiske delen av aksjeporteføljen. Selvsagt finnes det enkelte investorer som for enhver pris vil unngå for eksempel tobakk. De ekskluderer ikke bare tobakksprodusenter, men også distributører og salgsledd. En kunde i et etisk fond gikk til og med så langt at han kontaktet fondet for å fortelle at han hadde funnet et selskap i porteføljen som produserte gass til lightere, som kan brukes til å tenne sigaretter (Cowton 1999a:64). De fleste investorene går imidlertid ikke så langt. Fordi mange selskaper er engasjert på en rekke felter, og derfor kan ha mindre eller tidsbegrensede engasjementer innen uønsket virksomhet, settes i stedet grenseverdier for et selskaps økonomiske engasjement. Eksempler på dette er å unnlate å investere i selskaper som i løpet av de siste tre årene har hatt en kontrakt med Forsvarsdepartementet verdt mer enn 5 millioner pund, eller at et selskap ikke skal ha mer enn 10 millioner pund i overskudd fra salg eller produksjon av tobakk (Mackenzie 1998:82). Begrunnelsen for denne typen kriterier er at en utelukkelse av alle selskaper som er engasjert i uønsket virksomhet vil begrense investeringsuniverset, og dermed øke risikoen ved en investering. Et visst innslag av virksomhet som i utgangspunktet ikke tilfredsstillter de etiske kriteriene kan derfor godtas i en etisk portefølje.

Et annet problem etiske investorer står overfor er oppkjøp eller fusjoner. Dersom et selskap i en etisk portefølje fusjonerer med, kjøper eller blir kjøpt av et annet selskap, kan det oppstå konflikter. Hvis det andre selskapet ikke tilfredsstillter kriteriene til etiske in-

vesteringer kan det medføre at aksjene i det opprinnelige selskapet blir solgt. Investorer kan også vurdere å selge aksjene, dersom de ikke er sikre på om det andre selskapet tilfredsstillende kriteriene. Å selge seg ut er særlig aktuelt dersom et selskap man har aksjer i overtar et selskap utenfor landets grenser, som gjør overvåkingen vanskeligere. Dårligere muligheter for overvåking er årsaken til at enkelte etiske investorer som prinsipp ikke har multinasjonale selskaper i sine porteføljer. Selskapene driver ikke nødvendigvis med uønsket virksomhet, men det er vanskelig å overvåke deres internasjonale engasjement på en tilfredsstillende måte (McCabe 2000:104).

Som jeg har vært inne på, bruker majoriteten av de etiske fondene eksterne overvåkningsbyråer og rådgivere når de setter sammen sin etiske aksjeportefølje. I tillegg har de fleste fond én eller flere komiteer som bistår den daglige ledelsen ved utarbeidelse av kriterier og ved valg av hvilke selskaper som kan investeres i. Komiteene legger ned et betydelig arbeid. I hvilken grad den enkelte investor foretar egne undersøkelser og/eller grundige etiske vurderinger vet vi derimot lite om. De fleste er nok avhengige av å stole på den informasjonen byråene gir, ellers vil kostnadene forbundet med etiske investeringer bli for store for den enkelte. Det hviler derfor et stort ansvar på organisasjoner som EIRIS og SAM Sustainability Group.

Vi har sett at «screening» av porteføljer er den mest utbredte strategien blant etiske investorer. Men også aksjonæraktivisme er en viktig strategi, særlig i USA. Som vi husker er 42 prosent av de samlede etiske investeringene der forbundet med såkalt «Shareholder Advocacy». Betydelige beløp blir dermed forvaltet av aktive aksjonærer, i hovedsak institusjonelle investorer. En eldre undersøkelse fra USA viser at resolusjoner på generalforsamlingen var den mest vanlige aktiviteten blant etiske investorer i den katolske kirke. 49 prosent hadde enten fremmet eller aktivt gitt sin støtte til en eller flere resolusjoner (Wokutch 1984:20). I perioden mellom 1973 og 1991 har antallet resolusjoner mot amerikanske selskaper angående sosiale forhold økt fra 40 til 200. Langt de fleste oppnådde mer enn tre prosent av stemmene på generalforsamlingen, noe som sikret at de ble tatt opp igjen på neste generalforsamling (Rivoli 1995:273-

274). I 1999 ble i alt 220 resolusjoner fremmet av aksjonærer mot 150 store amerikanske selskaper. De fleste omhandlet miljøvern, globale forhold og likebehandling (SIF 1999:14). Fremdeles later det til at det er de religiøse organisasjonene som er mest aktive i å fremme eller støtte resolusjoner (McCabe 2000:109).

Man kan tenke seg at noen vil se på aksjonæraktivisme som et alternativ til «screening» fordi det å være aktiv aksjonær i prinsippet ikke medfører en innskrenkning av investeringsuniverset. Det er imidlertid viktig å understreke at denne formen for etiske investeringer ikke nødvendigvis er kostnadsfri. For det første krever det å fremme relevante resolusjoner godt kjennskap til et selskaps virksomhet. For det andre må det avsettes ressurser til å utforme, og søke støtte for resolusjonene. For det tredje kan slike aktiviteter påvirke aksjekursen p.g.a. den negative omtalen et selskap kan få som en følge av resolusjonen. Og det er jo det som er meningen, å presse selskapets ledelse til å gjøre noe med de forholdene som ligger til grunn for den planlagte resolusjonen. Men selv om dialogen mellom aksjonærer og ledelse fører til at resolusjonen ikke blir fremmet, kan aksjekursen likevel bli påvirket hvis tiltakene som settes i verk medfører vesentlige kostnader, og dermed bidrar til lavere overskudd i selskapet.

Avkastning av etiske investeringer

«Må vi, realistisk bedømt, velge mellom avkastning og etikk? Stemmer det at vi må ofre økonomisk sikkerhet dersom fondsforvalterne skal ta hensyn til miljø, bærekraftig utvikling og grunnleggende menneskerettigheter?» (Joly og Lindholm 1997). Dette spørsmålet ble stilt av Carlos Joly i Storebrand og Tore Lindholm ved Institutt for Menneskerettigheter i en kronikk i Aftenposten i 1997 om etiske retningslinjer for Statens Petroleumsfond. Joly har senere selv besvart spørsmålet med et relativt klart nei, bl.a. med henvisning til at Storebrands egne miljøfond har gitt bedre avkastning enn en rekke sammenliknbare investeringsprodukter som ikke tilfredsstillende miljøkriterier (Joly 1999).

En alminnelig oppfatning blant investorer og fondsforvaltere, inkludert Norges Bank som forvalter oljefondet, er imidlertid at etiske investeringer gir lavere avkastning eller høyere risiko enn «vanlige» investeringer. Årsaken til oppfatningen er at man ved å innføre etiske kriterier snevrer inn investeringsuniverset og dermed begrenser muligheten for diversifikasjon. I tillegg påløper kostnader forbundet med overvåkning av selskapene. Som vi så i forrige kapittel er også en del etiske investorer av den oppfatning at etiske investeringer gir lavere avkastning enn ordinære investeringer. Mot dette synet står en hypotese om at etiske eller miljømessig forsvarlige investeringer vil gi høyere avkastning, delvis p.g.a. økt «goodwill», men også fordi man regner med at selskapene som har en god etisk profil også gjør det godt på andre områder, og generelt er mer veldrevne. I tillegg kan det tenkes at disse selskapene allerede har innarbeidet kostnade-

ne forbundet med tiltak, som konkurrentene på et senere tidspunkt vil måtte iverksette, dersom et strengere regelverk blir innført.

En skulle umiddelbart tro at det ville være relativt enkelt å teste om etiske investeringer gir lavere eller høyere avkastning, særlig fordi det finnes en bredde innen etiske investeringsprodukter som ikke eksisterte tidligere, men også fordi man har opplysninger om historisk avkastning over en relativt lang periode for en rekke etiske fond. Når det likevel ikke er så enkelt å finne ut hvor god avkastning etiske investeringer gir, henger det sammen med at det hersker en viss uenighet om hva som er det mest relevante sammenlikningsgrunnlaget.

Hvilke såkalte «benchmark portfolios»⁷ man vurderer en etisk investering opp mot viser seg å ha implikasjoner for hvor god man kan si avkastningen er. I hovedsak er det etiske fond som har vært undersøkt. Resultatene fra de forskjellige undersøkelsene gir ikke noe entydig bilde av hvor godt disse gjør det sammenliknet med andre investeringer. En annen årsak til usikkerheten omkring avkastningen er at datamaterialets beskaffenhet har gjort det vanskelig å isolere effekten av etikk fra andre faktorer som påvirker avkastning. Jeg skal komme tilbake til dette om litt.

Som belegg for sin påstand om at etikk også er god butikk viser Carlos Joly til at Storebrand Scudder Environmental Value Fund, siden introduksjonen i 1996 og tre år framover, har gitt høyere avkastning enn Morgan Stanley World Index. I tillegg viser han at det samme fondet gjør det langt bedre enn gjennomsnittet av globale fond og også bedre enn andre sammenliknbare miljøfond (Joly 1999:11-12). Storebrand Scudder er hovedsakelig basert på de samme prinsippene som ligger til grunn for Dow Jones' bærekraftindekser, «best of sector».

Tall fra Dow Jones viser samme tendens som for Storebrand Scudder. Ved lanseringen foretok Dow Jones en tilbakedatering av utviklingen for de selskapene som ble inkludert i indeksene. Beregningene for perioden desember 1993 til juni 2000 viser at Dow Jones

⁷ «Benchmark portfolios» er referanseporteføljer som brukes til å måle avkastningen av en investering opp mot.

Sustainability Group World Index har gjort det langt bedre enn både den «vanlige» verdensindeksen til Dow Jones og Morgan Stanleys verdensindeks, mens Dow Jones' amerikanske bærekraftindeks i samme periode gjorde det bedre enn både Dow Jones' og Morgan Stanleys USA-indekser samt Standard & Poor 500 (DJSI 2000). Med utgangspunkt i disse eksemplene fra Storbrand og Dow Jones er det derfor ingen grunn til å hevde at etiske investeringer gir lavere avkastning enn vanlige investeringer.

De fleste undersøkelsene av avkastningen av etiske investeringer har imidlertid dreiet seg om porteføljer som ikke er konstruert med utgangspunkt i denne «best of sector»-tilnærmingen, men den mer konvensjonelle «screeningen» i henhold til faste positive eller negative kriterier.

EIRIS sammenliknet i 1989 åtte etiske fond med utviklingen på Financial Times All-Share Index for perioden 1983-1989 og fant at avkastningen i fondene var nesten identisk med indeksen de første fem årene, og litt dårligere det siste året (Cullis et al.1992:11). Også en undersøkelse fra USA viser at etiske fond ikke gir bedre avkastning. I følge den ofrer en etisk investor i gjennomsnitt omtrent ti prosent av avkastningen vedkommende ellers ville ha fått dersom han hadde valgt andre investeringsprodukter. Referansen i den siste undersøkelsen er et såkalt indeksfond, Vanguard Index 500 Fund (Mueller 1991). Det er mer realistisk å bruke et indeksfond enn en indeks som referanse når man studerer avkastningen av etiske fond fordi det er kostnader forbundet med å investere i referansen, i likhet med de fondene man studerer. Rene indekser har ingen forvaltningskostnader og vil derfor være vanskeligere å slå for alle fond, når man har trukket fra eventuelle kjøps- og salgskostnader og forvaltningshonorarer. En rekke undersøkelser viser at fond i mange tilfeller gjør det dårligere enn markedet (Mallin et al. 1995:483). En viktig årsak er forvaltningskostnadene, som gir lavere avkastning for investorene.

I den første undersøkelsen hvor det ble justert for risiko når de etiske fondenes økonomiske resultater ble målt, viste det seg at de fleste fondene gjorde det bedre enn referansen, Morgan Stanleys World Index. Kun 2 av 15 fond gjorde det dårligere enn referansen ved bruk av én type risiko-justert mål (Jensen), mens 6 av 15 gjorde

det dårligere ved et annet risiko-justert mål (Sharpe) (Luther et al.1992:63-64). Her er sammenlikningen blitt mer sofistikert ved at man tar hensyn til risiko, men fremdeles er det en aksjeindeks som er referansen. Sannsynligvis ville de etiske fondene kommet enda bedre ut, dersom man hadde anvendt en referanse hvor det påløper kostnader ved investering.

Et spørsmål forskerne selv stiller er om deres funn utelukkende bør tolkes som en effekt av etikk. De fremhever selskapsstørrelse som en mulig forklaringsvariabel, og peker på at selskaper i etiske fond ofte er mindre enn gjennomsnittet (Luther et al.1992:65). At små selskaper er mer etiske enn store er imidlertid ikke opplagt. Andre har tvert i mot vist at jo større et firma er jo mer sannsynlig er det at de prioriterer å bruke økonomiske ressurser på sosiale forhold (Belkaoui og Karpik 1989). Dette er imidlertid ikke nødvendigvis uforenlig da store selskaper faktisk kan ha behov for å bruke mer ressurser på sosiale forhold enn små (Luther et al.1992:67). Forskerne konkluderer med at selv om det er en tendens til at etiske fond gjør det bedre enn referansene som er brukt, er det ikke sikkert at det kun er tale om en «etisk effekt».

I en annen undersøkelse har man forsøkt å løse problemet med ulik selskapsstørrelse ved å anvende en såkalt «matched sample approach». Denne tilnærmingen innebærer at man sammenlikner avkastningen av hvert enkelt etiske fond med avkastningen av et annet ikke-etisk fond. Hvert par av fond har omtrent samme forvaltningskapital og er like gamle. De samme risiko-justerte målene som i undersøkelsen foran ble anvendt igjen (Mallin et al. 1995). Konklusjonen fra denne undersøkelsen er at flere etiske fond gjør det bedre enn deres «motpart» enn omvendt, men at begge fondstyper gjør det dårligere enn markedet, representert ved FTAS-indeksen. Det siste samsvarer, som nevnt, med tidligere undersøkelser der man har sammenliknet avkastningen av fond med indekser.

Mot den siste undersøkelsen kan det innvendes at selv om man kontrollerer for fondsstørrelse, så kontrollerer man ikke dermed også for fondenes investeringsprofil. For meg ser det ut til at Mallin et al. (1995) har gått ut fra at fond med samme alder og størrelse har samme investeringsprofil når det gjelder selskapsstørrelse, som jo var

poenget å kontrollere for. Det kan være en sammenheng mellom fondsstørrelse og selskapsstørrelse, men det er også mulig at det ikke er en slik sammenheng. Bl.a. for å komme nærmere en løsning på dette problemet, har Gregory et al. (1997) delvis kopiert opplegget til Mallin et al. (1995), men har brukt et noe annerledes datamateriale. De har tatt utgangspunkt i «matched sample approach», og sammenliknet fond av samme type, geografiske område for investeringen, alder og størrelse ved slutten av det året fondet ble lansert. For det første konkluderer de med at etiske fond i gjennomsnitt gir 0,25 prosent lavere avkastning per måned enn ikke-etiske fond. For det andre finner de at selskapsstørrelse har en vesentlig betydning for fondenes økonomiske resultater. Avslutningsvis konkluderer de med at et fonds størrelse ikke har noen særlig betydning for avkastningen. Heller ikke Gregory et al. har hatt muligheten til direkte å sammenlikne etiske og ikke-etiske fond med samme investeringsprofil i forhold til selskapsstørrelse. Allikevel tyder deres konklusjoner på at det ikke uten videre kan antas at fond av samme størrelse har omtrent samme investeringsprofil mht. størrelsen på selskapene det investeres i.

Vi kan på bakgrunn av de undersøkelsene som er referert her i hvert fall slå fast én ting: Analysene er blitt langt mer sofistikerte og er etterhvert blitt mindre tilgjengelige for personer uten omfattende statistisk skoleing. Vi kan også slå fast at målet om å kunne skille mellom effekten av etikk og effekten av selskapsstørrelse ikke er nådd fullt ut, fordi ingen av undersøkelsene hadde gode nok data til å sammenlikne avkastningen av etiske og ikke-etiske fond med omtrent samme investeringsprofil mht. selskapsstørrelse.

Fra en forskers ståsted kan det være gode grunner til å rendyrke effekten av etikk når man skal vurdere etiske investeringsprodukter. Hvor mye av forskjellen i avkastning som skyldes etikk og hvor mye som for eksempel kan tilskrives selskapenes ulike størrelse er et interessant spørsmål. En investor er kanskje ikke så opptatt av det spørsmålet. For de som har valgt å investere etisk vil valget stå mellom etiske fond. Referansen for et etisk fond vil være andre etiske fond, og pengene vil sannsynligvis bli plassert i det etiske fondet med høyest historisk avkastning og/eller best prognoser for framti-

den. Om noe av forskjellen i avkastning kan tilskrives størrelsen på selskapene, er nok av underordnet betydning så lenge disse tilfredsstiller investorens etiske kriterier. Trolig har meget få investorer som et overordnet etisk kriterium at et selskap skal være lite. Det virker tvert imot logisk at investorene ønsker at de selskapene som tilfredsstiller deres kriterier skal vokse seg større, noe de selv bidrar til med deres investeringer.

For andre investorer som har valgt å plassere pengene i fond inngår alle fond i et mulig investeringsunivers. Bare der hvor etiske investeringer gir god nok avkastning ved en gitt risiko vil de bli foretrukket. Derfor er det lite sannsynlig at den vanlige investor foretar en sammenlikning mellom par av etiske og ikke-etiske fond, men vurderer heller alle mot alle. De ikke-etiske investorene er nok mindre opptatt av hvorfor fondene gir høy avkastning, enn om de faktisk gjør det.

Ut fra en normativ synsvinkel kan det tenkes at det beste ville være om etiske investeringer gir akkurat like høy avkastning som andre investeringer. Sammenliknet med en situasjon der etiske investeringer gir lavere avkastning, vil lik avkastning kunne bidra til at selskapene sikres nok kapital, fordi etisk bevisste investorer ikke behøver å bekymre seg for avkastningsforskjeller mellom etiske og andre investeringer. For investorene vil det bety at de kan investere i henhold til sin overbevisning uten å tape penger på det. I forhold til en situasjon der etiske investeringer gir høyere avkastning enn andre investeringer, kan lik avkastning bidra til en stabilitet i selskapenes kapitaltilførsel. Dette fordi det vil være mindre attraktivt å investere etisk utelukkende av økonomiske hensyn, for deretter å unnlate å investere dersom etiske investeringer gjør det dårligere en periode. For forskerne vil nøytral avkastning bety at man med langt større grad av sikkerhet vil kunne fastslå om investeringene er etisk motiverte, og i liten grad motivert av en forventning om meravkastning. De eneste som vil kunne tape på en situasjon der etiske investeringer gjør det akkurat like godt som andre investeringer, er de som tjener penger på kjøp, salg og forvaltning av etiske porteføljer. Disse tilbyr imidlertid en rekke andre investeringsprodukter, og har hittil vist seg å være i stand til å tilpasse seg markedets behov.

Hvor etiske er de etiske investeringene?

Det later altså til å være en viss uenighet omkring avkastningen av etiske investeringer. Hva så med etikken? Er etiske investeringer etiske? Hvilket svar man får på det spørsmålet vil være avhengig av hvem man spør, og hvilke kriterier som legges til grunn. For, som vi har sett, etiske investeringer kan være så mangt. Man kan selvsagt diskutere hvor etisk det er å unnlate å investere i for eksempel produksjon av øl, reklamebyråer eller finansinstitusjoner, men det vil føre for langt å gå inn på den etiske gehalten av hvert enkelt kriterium her. Det er også opplagt at ingen penger kan være «helt rene» i vårt integrerte økonomiske system. For moralske purister kan det å plassere penger i selskapers egenkapital derfor alltid framstå som etisk betenkelig. Utfordringen for disse er da hvor de skal plassere pengene sine. Noen kan argumentere for at banksparing er en løsning hvis man vil unngå «å bli møkkete på hendene». Da har man imidlertid ingen kontroll med hvor pengene tar veien eller hvem de lånes ut til. Fra en etisk investors ståsted er det derfor ingen tilfredsstillende løsning å la banken ta hånd om pengene, men heller forsøke å gjøre jobben selv så godt som mulig.

Hvis man går ut fra at aksjeinvesteringer kan være etiske, framstår to forhold som sentrale for å vurdere hvor etisk en etisk investering er. For det første kan man spørre om det er grundige etiske vurderinger som ligger til grunn for en investering. For det andre er

spørsmålet om etiske investeringer har noen effekt i den ønskede retning. Kort sagt: Formålet og virkningen.

At byråene som overvåker næringslivet foretar grundige vurderinger av det enkelte selskap, er, som jeg har vært inne på, ingen garanti for at investorene gjør en grundig etisk vurdering før de velger å foreta en investering. Den kjente norske investoren Terje Mikalsen er meget kritisk til etiske investeringer. Han mener at faren er stor for at «man gjør knefall for en gallupetikk som er bygget mer på forenklet populisme enn på fakta» (Mikalsen 1999:45). Videre bruker han Englands produksjon av militære fly under annen verdenskrig som et eksempel for å illustrere at økonomisk engasjement i militære aktiviteter ikke nødvendigvis er uetisk. Selv om et eksempel på et land i en krigssituasjon kan virke litt søkt som et argument for at det kan være etisk forsvarlig å investere i våpen, er det en god illustrasjon på hvilke konflikter man kan komme opp i ved valg av etiske kriterier. Produktet i seg selv behøver ikke å være etisk eller uetisk. Situasjonen investeringen foretas i kan være avgjørende for hva som vurderes som etisk forsvarlig. Knappt noen vil hevde at det var uetisk å bekjempe nazismen med militære midler. Men de aller fleste vil nok kunne si seg enig i at dagens produksjon av landminer er uetisk, til tross for at slike våpen også kan inngå i et lands forsvar mot invasjon eller til å bekjempe diktatoriske regimer.

Selv om enkelte er skeptiske til etiske investeringer, betyr ikke det at investeringene nødvendigvis er dårlig forankret i etiske overveielser og dermed fortjener betegnelsen «gallupetikk». At så mange investorer unnlot å investere i Sør-Afrika under apartheidregimet kan kanskje delvis tilskrives en stemningsbølge, men kan like gjerne være forankret i et resonnement om at den beste måten å bekjempe apartheid på er å unnlate å investere i landet, selv om det svarte flertallet også kunne bli skadelidende p.g.a. manglende investeringer. Overveielser om konsekvenser på kort og lang sikt er et typisk element i grundige etiske vurderinger. Et annet typisk element er å vurdere om fordelene ved å investere eller å trekke seg ut overstiger ulempene for dem man ønsker å bedre situasjonen for.

Jeg mener ikke med dette å si at alle etiske investeringer blir foretatt med utgangspunkt i grundige etiske overveielser. «Systema-

tic analysis of the ethical motivation behind buy and sell decisions is not possible simply because while transactions are observable, the motivation behind them are not» (Rivoli 1995:268). Vi kan dermed ikke trekke slutninger om etisk bevissthet på bakgrunn av studier av omfanget av etiske investeringer. En undersøkelse av en type investorer, etiske fond, har imidlertid tatt for seg om etiske overveielser ligger til grunn for investeringene. Den skiller mellom «market-led funds» og «deliberative funds» (Mackenzie 1998). De førstnevnte, som forvalter 25 prosent av de etiske investeringene i Storbritannia, velger etiske kriterier med utgangspunkt i hva de oppfatter som «markedets syn», mens de sistnevnte foretar grundige etiske overveielser ved valg av kriterier. Markedsstyrte fond foretar forbrukerundersøkelser og konsulterer uavhengige finansielle rådgivere for å finne ut av hva som er den mest «salgbare» etikken, mens «deliberative funds» har ett eller flere organer som kontinuerlig reviderer og utvikler kriterier basert på grundige etiske overveielser, og vurderer enkeltelskaper i henhold til disse. Selv om investeringsprofilen ikke behøver å være så forskjellig i de to typene fond, er utgangspunktet for investeringen ulikt. Noen mener at markedsstyrte etiske investeringer ikke fortjener betegnelsen etisk, men at de i stedet burde kalles «investeringer som reflekterer populære saker» (Anderson et al. 1996:4). Mesteparten av de etiske investeringene i fond går likevel via fond som ikke fortjener denne betegnelsen eller kan beskyldes for «gallupetikk». Et eksempel på dette er Cowtons (1999a) inngående studium av beslutningsprosessen i et utvalgt fonds «Advisory Committee». Hans observasjoner viser at utvikling og implementering av kriterier ikke er hastige beslutninger basert på skiftende stemningsbølger, men er en møysommelig og langvarig prosess.

Den andre målestokken på om en investering er etisk, er om investeringen bidrar til at selskapene endrer sin politikk i den ønskede retning. Fra et konsekvensetisk perspektiv er det ikke overveielserne i forkant av investeringene man er opptatt av, men om etiske investeringer har noen virkning. Å unngå å investere i selskaper, eller styre investeringen mot andre selskaper, kan synes å være en god idé dersom man ønsker å bidra til en endring. Men hvilken virkning har egentlig det å kjøpe, selge eller å unngå aksjer? Bidrar det egentlig

til den ønskede effekt? Kanskje ikke, når man tar i betraktning at etiske investeringer, selv i de landene hvor de er mest utbredt, kun står for en begrenset andel av de totale investeringene. I tillegg kan mangfoldet av kriterier bidra til at investeringene likevel spres så mye at de for hvert enkelt selskap ikke har den store virkningen som incitament til å legge om politikken.

På den annen side: Det har vært hevdet at den økonomiske boikotten av Sør-Afrika bidro til å undergrave apartheidregimet. Ethiske investorer var aktive i boikotten av selskaper som var involvert i landet. Det er selvsagt umulig å kvantifisere betydningen dette har hatt, sammenliknet med politiske sanksjoner, forbrukerboikott osv. Men det er grunn til å tro at «avoidance» som investeringsstrategi har en virkning på enkelte selskaper eller land, dersom mange nok slutter opp om den. Man kan imidlertid tenke seg, kanskje ikke i tilfellet Sør-Afrika, at det som noen har som strategi å unngå vil andre gjerne investere i. Ikke at det finnes noen organiserte uetiske investorer, men investorer kan foreta kapitalplasseringer i selskaper etiske investorer helst vil unngå ut fra andre motiver; sikker plassering, god avkastning osv. Det kan endog være slik at noen etiske investorer motvirker det andre etiske investorer ønsker å oppnå. Enkelte kan for eksempel unnlate å investere i et selskap med dårlig miljøprofil, mens andre kan investere i det samme selskapet med sikte på å bruke forslags- og stemmeretten til å fremme resolusjoner om større satsning på miljøvern. Dermed kan summen av etisk motiverte investeringer i prinsippet bli null, og «avoidance»-strategien kan miste sin effekt.

Et annet eksempel på at etiske kriterier kan motvirke hverandre finner vi i forarbeidene til den tidligere omtalte miljøporteføljen under oljefondet. Under arbeidet med denne har Norges Bank konstruert eksempler på aksjeporteføljer som legger miljøkriterier til grunn. Erfaringene er at valget av de enkelte kriterier har stor innvirkning på hvilke bedrifter som blir ekskludert fra investeringsuniverset, og at det kan være konflikt mellom ulike kriterier. Bl.a. viste analysene i det britiske aksjemarkedet at bruk av positive miljøkriterier førte til at en investerte mer i de næringene som en ut fra negative kriterier skulle investert mindre i. Analysene viste også at de

samme kriteriene gav forskjellige resultater i ulike land (Norges Bank 1999).

Gjennom kun å kjøpe og selge aksjer i henhold til sine verdier og preferanser gir man ingen direkte signaler om hvorfor man investerer, eller ikke investerer, i et selskap. Ledelsen i selskapet kan velge å tolke økte investeringer som et resultat av at de holder gode etiske standarder, men sikre kan de ikke være. Et minstekrav til etiske investorer bør kanskje være at de ved kjøp og salg av aksjeposter gir det aktuelle selskapet beskjed om hvorfor de handler som de gjør.

Det er kanskje selvsagt for de fleste, men jeg synes likevel det kan være på sin plass å påpeke følgende: Dersom investorer selger aksjer i et selskap fordi det ikke tilfredsstillter deres etiske kriterier, eller av andre grunner, betyr det ikke at selskapet blir tappet for kapital. Det medfører kun at en annen blir deleier i selskapet. På kort sikt vil «avoidance» derfor ikke ha noen direkte virkning på et selskaps kapitalbeholdning. Hvis mange ønsker å selge aksjer i samme selskap, kan imidlertid aksjeprisen synke og markedsverdien av selskapet blir mindre. Det kan bidra til at selskapet blir mindre attraktivt som investeringsobjekt på lengre sikt, både blant etiske og andre investorer. Dersom selskapet ønsker en aksjeutvidelse, kan «avoidance» føre til at aksjeutvidelsen ikke blir fulltregnet, dvs. at selskapet ikke får tilgang til så mye ny kapital som planlagt. Det kan være problematisk, særlig hvis kapitalbehovet er stort som en følge av behovet for betydelige investeringer. Men hvis investeringsbehovet ikke er spesielt stort, og kundene fortsetter å kjøpe produktene eller tjenestene, behøver ikke en investorboikott være noe problem fordi selskapet i noen grad kan erstatte manglende aksjekapital med et eventuelt driftsoverskudd. Blir et selskap derimot utsatt for boikott fra både etisk bevisste kunder og investorer, vil den negative effekten bli større. Jeg har ingen dokumentasjon på det, men det virker rimelig å anta at en slik «dobbelboikott» var medvirkende til at mange selskaper revurderte deres engasjement i Sør-Afrika under apartheidregimet.

Hvis formålet med investeringen er å endre et selskaps politikk, og ikke bare ha ren samvittighet, kan aksjonæraktivisme for den enkelte investor være et minst like godt alternativ som det å kjøpe

eller selge aksjer i henhold til etiske kriterier. Fordi alle investorer hver for seg vanligvis kun innehar en liten aksjepost, kan man trolig oppnå mer ved å bruke retten til å fremme resolusjoner eller å inngå en dialog med ledelsen enn å bare selge en aksjepost. Man gir på den måten også en mer direkte beskjed til selskapets ledelse om hva man ønsker skal forbedres.

Hvilke ordninger og tiltak kan bidra til å fremme etiske investeringer?

Innledningsvis har vi sett at etiske investeringer har økt mye de senere årene, både i volum og i antall investeringsmuligheter. Noe av økningen kan muligens tilskrives økende etisk bevissthet blant investorer, kanskje særlig i forhold til miljøvern, men jeg mener at konkrete tiltak og ordninger har minst like stor betydning. Noen av disse presenteres nedenfor.

Som nevnt er pålitelig og regelmessig overvåkning av selskaper sentralt for den som ønsker å investere i henhold til etiske retningslinjer. Økningen i *antall organisasjoner* som har spesialisert seg på slik overvåkning har gjort etiske investeringer mer tilgjengelig (Joly 1999:3). Økt tilgjengelighet kan føre til flere investorer. Den enkeltes kostnader i forbindelse med etiske investeringer blir dermed lavere, fordi kostnadene forbundet med å innhente informasjon spres på flere investorer. Prisen på informasjon kan imidlertid også bli lavere fordi overvåkning etterhvert er blitt mer standardisert. Det har sammenheng med at myndighetene i en rekke land stiller *strengere krav til bedriftenes egenrapportering*. I Norge har man for eksempel lovfestet krav om miljørapport i årsberetningen. Standardisert miljørapportering blir framhevet som viktig for etiske investorer, fordi denne bidrar til å gjøre sammenlikning av selskaper på nasjonalt nivå enklere (Filsner og Cooper 1992:124). For investorer som ønsker en spredning av porteføljen på flere markeder er det vanskeligere, da

nasjonale krav til rapportering varierer og gjør sammenlikning mellom selskaper i forskjellige land mer komplisert.

En rekke *internasjonale sertifikater* har blitt lansert de senere årene. SA 8000 er det mest aktuelle når det gjelder sosiale standarder. SA 8000 ble lansert i 1997 og står for Social Accountability Management Systems Certification. For å bli sertifisert må et selskap tilfredsstillende minimumskrav til blant annet lønn, regler mot barnearbeid, regler mot diskriminering, bestemmelser om maksimal arbeidstid, organisasjonsfrihet samt helse- og sikkerhetsspørsmål. Kravene til minimumsstandarder er basert på ILOs konvensjoner, menneskerettighetserklæringen og FNs konvensjon om barns rettigheter. SA 8000 er en frivillig standard (DJSGI 1999:14, Det Norske Veritas 2000). En slik standard gjør det lettere å sammenlikne selskaper på tvers av landegrensene, men det er forholdsvis få selskaper på verdensbasis som er sertifisert i henhold til denne standarden. Det Norske Veritas viser til de økonomiske fordelene et selskap kan ha av å tilfredsstillende standarden. Det fremheves at kundene er blitt mer bevisste om hvorledes produkter blir tilvirket, og etterspør i større grad enn før varer fra selskaper med gode standarder for miljø og sosiale forhold (Det Norske Veritas 2000). Sertifisering er imidlertid tidkrevende, så mange kan være i gang med prosessen uten å ha fått det endelige sertifikatet. Men selv om det skulle vise seg at det ikke blir tildelt så mange sertifikater, er standarden likevel viktig fordi investorer kan bruke sertifisering som et kriterium når de skal investere. De bør likevel ikke automatisk ekskludere de som ikke er sertifiserte. For det første kan de som har forsøkt å imøtekomme SA 8000 – standarden, men ikke har oppnådd sertifisering, ha høynet sine sosiale standarder gjennom prosessen. For det andre kan standarden være retningsgivende for arbeidet med sosiale forhold, også for dem som ikke har planer om en slik sertifisering.

En annen måte lovverket kan bidra til å fremme etiske investeringer på, er ved å *straffe endret etisk eller miljømessig uforsvarlig aktivitet*. Joly (1999) peker på at amerikansk lovgivning har ført til at brudd på forurensningsbestemmelser kan bli dyrt for det enkelte selskap. Det kan gi lavere overskudd, enten direkte p.g.a. høye bøter eller indirekte gjennom den negative omtalen brudd på lovbestem-

melser kan føre til. Dette kan igjen bidra til at det blir mindre attraktivt å investere i selskapet, og at investeringene i større grad styres mot dem som overholder bestemmelsene. Ikke bare de aktuelle selskapene, men også deres støttespillere kan bli holdt ansvarlige, for eksempel assurandører og långivere. I USA sluttet en rekke banker å yte lån til bensinstasjoner fordi de fryktet at det kunne oppstå lekkasje fra underjordiske tanker. Andre nektet å yte lån med pant i fast eiendom der det forelå en risiko for at eiendommen kunne være forurenset av tidligere aktivitet (Joly 1999:4). Dette viser at det kan være økonomisk risikabelt å engasjere seg i miljømessig risikofylte prosjekter, både direkte p.g.a. fare for bøter, men også indirekte ved at det kan være vanskeligere og dyrere å få lån, forsikringer eller å tiltrekke seg investorer.

For en rekke utslipp eksisterer det imidlertid ingen lovbestemmelser om maksimumsgrenser. Myndighetene kan likevel velge å innføre *avgifter* fordi utslippene har en dokumentert skadevirkning på omgivelsene. Selskaper som har store utslipp må betale høyere avgifter, og overskuddet blir dermed redusert. Det vil igjen kunne bidra til at selskapene vil være mindre attraktive for investorer. Der som avgiftene er høye nok, vil det oppmuntre til økt forskning på og utvikling av alternativer. Et eksempel er CO₂-avgifter. Jo høyere de blir, desto mer sannsynlig er det at det vil bli satset på alternativer til fossilt brensel, både som drivstoff og til energiproduksjon. Avgifter kan være med på å vri investeringene fra forurensende teknologi til mer miljøvennlige alternativer.

For å tiltrekke seg tilstrekkelig kapital er selskaper som tilfredsstillende etiske og miljømessige standarder avhengige av at flere enn de mest motiverte etiske investorene bidrar. Særlig viktig vil det være å tiltrekke seg store, institusjonelle investorer. Blant de største er pensjonsfondene. Som vi har sett ble det i Storbritannia i 1995 åpnet for at *pensjonsfond kan investere i henhold til etiske retningslinjer*. Dette gjelder også i land som USA og Danmark. Både i britisk og dansk lovgivning er det nedfelt at kravet til økonomisk avkastning er overordnet andre hensyn (EIRIS 1999a, Jakobsen 1999). Allikevel tar 13 av de 14 pensjonsordningene i den danske landsorganisasjonen etiske hensyn når de investerer, og 10 av dem har skriftlige etis-

ke retningslinjer. De opplever ikke at det er en konflikt mellom etikk og krav til avkastning. «Forbrukerne legger mere og mere vekt på etiske forhold, så hvis en virksomhet har en dårlig profil, vil det også give et dårligt afkast. Og dermed er virksomheden ikke længere værd at investere i», sier Ingerlise Busk i LO (Jakobsen 1999). De danske pensjonsfondene er dermed på linje med dem som mener at etiske investeringer vil gi best avkastning på lengre sikt.

Tidligere ble det gitt *skattelette* for investeringer i aksjefond i form av AMS-ordningen. Ordningen er nå avvirket, men skatteletten bidro til at det ble mer attraktivt å plassere sparepengene i aksjer. Man kan tenke seg muligheten for å gi belønning i form av skattelette til dem som velger å spare i etiske fond. Sannsynligvis vil det være omstridt, spesielt fordi det kan være vanskelig å trekke opp klare grenser mellom hva som er en etisk investering og hva som ikke er det. En slik forfordeling av andre investeringsprodukter er det derfor ikke sannsynlig at staten vil ta initiativ til. Dersom det likevel ble gjennomført, ville det helt sikkert bidra til å tilføre mer kapital til selskaper som tilfredsstillere etiske standarder. På den andre siden kan slike økonomiske incitament være ødeleggende for etiske investeringer på lengre sikt, fordi de kan bidra til å gi et inntrykk av at etiske investeringer ikke er lønnsomt uten at det gis andre former for kompensasjon til investorene.

Etiske investeringer i Norge

Som jeg nevnte i innledningen er det grunn til å tro at etiske investeringer ikke er særlig utbredt i Norge. Selvsagt kan det være slik at enkelte investorer setter sammen sine porteføljer ut fra etiske vurderinger, men det eksisterer ingen faste organer for etiske investorer i Norge tilsvarende Social Investment Forum i USA. Jeg har heller ikke funnet noen uavhengige norske organisasjoner som tilbyr «overvåking» av selskaper med tanke på sammensetning av etiske porteføljer. Det betyr ikke at norske selskaper ikke blir overvåket med tanke på etiske, sosiale eller miljømessige forhold, men at det skjer av byråer utenfor landets grenser. Enkelte organisasjoner, for eksempel NorWatch, overvåker norsk næringslivs aktiviteter i den 3. verden, men disse organisasjonene driver ikke med finansiell veiledning.

En rundspørring jeg har foretatt blant et utvalg på 20 norske forvaltningsselskaper⁸ viser imidlertid at fem av dem tilbyr fond der etiske, sosiale eller miljømessige kriterier ligger til grunn for investe-

⁸ Utvalget består i hovedsak av selskaper tilknyttet Fondsnett, samt enkelte av de andre større forvaltningsselskapene. Følgende selskaper ble forespurt om etiske fond: Alfred Berg, Avanse, Banco Fondsforvaltning, BNP Paribas, Carnegie, Delphi, DnB Investor, Firstnordic Fondene AS (Fokus Forvaltning), Fondsforvaltning AS (Pluss-fondene), Gambak, Industrifinans Forvaltning, K-fondene, Norse Forvaltning, Odin Forvaltning, Orkla Finans, Postbanken, Skagenfondene, Skandia, Storebrand og Sundal Collier.

ringene. Til sammen 11 fond har slike retningslinjer. Storebrand har med sine seks fond flest etiske fond. Skandia har to fond, mens Orkla Finans, Odin Forvaltning og Banco Fondsforvaltning har ett hver. Disse fondene presenteres på de følgende sidene.

Utover det har vi det kristne investeringsselskapet God Invest, som gir 10 prosent av overskuddet til misjonsvirksomhet. De ser imidlertid ikke ut til å legge noen klare etiske kriterier til grunn for sine investeringer (Løvik 2000) og regnes derfor ikke som en etisk investor, jfr. kriteriene i kapittel 3.

I tillegg benytter Opplysningsvesenets Fond, som Den norske Kirke får en del av sine inntekter fra, kriterier av etisk, sosial eller miljømessig karakter. Fondet er imidlertid ikke åpent for eksterne investorer.

De forvaltningsselskapene som ikke tilbyr etiske fond begrunner det bl.a. med at det norske markedet er for smalt. En kan finne noe negativt på de fleste selskapene på Oslo Børs, dersom en leter. Konkret vises det til at et selskap som Norsk Hydro er engasjert i land hvor det foregår brudd på menneskerettighetene. Enkelte sier at de ikke tilbyr etiske investeringsprodukter i dag, men vil vurdere å gjøre det. Andre har kunder innen aktiv forvaltning⁹ som ønsker å investere i tråd med etiske retningslinjer, men etterspørselen er begrenset. Noen forvaltningsselskaper har imidlertid etiske retningslinjer for investeringene, uten at disse er nedskrevet og uten at investeringene markedsføres som etiske. Begrunnelsene for at det eksisterer slike interne retningslinjer er primært økonomiske. Noe virksomhet oppfattes å befinne seg i etiske gråsoner. Denne virksomheten anses som risikabel å investere i fordi forvalterne regner med at samfunnet på et eller annet tidspunkt vil ønske å beskytte seg mot virksomheten og dermed gjøre den mindre lukrativ å investere i. Eksempler som nevnes er spilleautomater og tobakk. Andre nevner Burma som ett

⁹ Aktiv forvaltning innebærer at et forvaltningsselskap setter sammen en portefølje basert på kundens ønsker, ofte med færre selskaper enn i et fond. Forvalterne overvåker kundens portefølje kontinuerlig, og gir løpende tilbakemeldinger. Aktiv forvaltning egner seg best for de som vil plassere større beløp i aksjemarkedet, og selv innehar noe kunnskap om investeringer. En annen betegnelse er diskresjonær forvaltning.

eksempel på land det ikke foretas investeringer i. Det begrunnes, ved siden av økonomisk risiko, med menneskerettighetssituasjonen i landet.

8.1 Storebrand

Storebrand har et erklært mål om bli ledende internasjonalt innen metoder for å fastsette miljømessige, sosiale og etiske kriterier for kapitalforvaltning (Storebrand 2000:7). Jeg har derfor valgt å se nærmere på hvorledes Storebrand arbeider. Informasjonen er basert på en samtale med marketing assistant Cathrine Bore.

Selskapet har følgende fond, der etiske, sosiale eller miljømessige retningslinjer ligger til grunn for investeringene:

- Storebrand Principle Global Fund
- Storebrand Principle UK Fund
- Storebrand Principle Europe Fund
- Storebrand Principle European Bond Fund
- Storebrand Global Miljø
- Norges Røde Kors Global

Storebrands første etiske fond, Storebrand Scudder Environmental Value Fund, ble lansert i juni 1996. I utgangspunktet var dette et miljøfond, men det ble i 1999 innført en etikk-, samfunns- og menneskerettighetsanalyse i fondet, og det endret navn til Storebrand Principle Global Fund. Samtlige av Storebrands etiske investeringsprodukter bruker de samme kriteriene som dette fondet. Fondet investerer over hele verden, mens «UK» og «Europe» har henholdsvis Storbritannia og Europa som nedslagsfelt. Storebrand Principle European Bond Fund skal investere i europeiske obligasjoner. Det juridiske er avklart, men fondet er enda ikke operativt. For småsparene er Storebrand Global Miljø best egnet, da minstebeløp for andelstegning er 100 kroner. Norges Røde Kors Global er både et etisk og et ideelt aksjefond. Det ideelle består i at halvparten av kjøpsprovisjonen og forvaltningshonoraret tilfaller Norges Røde Kors.

Samlet forvaltningskapital i de seks fondene var per 31. august i år 1,421 milliarder kroner. Forvaltningskapitalen i alle Storebrands fond var samme dato på 15,4 milliarder kroner. De etiske fondene forvalter dermed 9,2 prosent av Storebrands samlede fondskapital. I tillegg forvaltes anslagsvis 200 millioner kroner, av i alt 11,3 milliarder innen aktiv forvaltning (jfr. Storebrand 2000:2), i henhold til de samme retningslinjene.

Storebrand har per i dag ingen bedriftskunder som er tilknyttet kollektive pensjonsordninger der kapitalen forvaltes i henhold til Storebrand Principle Funds kriterier, men ønsker i følge planen for perioden 2000 – 2002 å legge til rette for dette (Storebrand 2000:7).

Storebrand utvikler selv kriterier for hvilke selskaper det er akseptabelt å investere i. Miljøkriteriene tar utgangspunkt i det World Business Council for Sustainable Development og FNs miljøprogram (UNEP) har identifisert som relevante indikatorer. De sosiale kriteriene er basert på FNs Menneskerettighetskonvensjon, FNs Arbeidsorganisasjons (ILOs) konvensjoner og Amnesty Internationals retningslinjer. Miljøkriteriene er knyttet til drivhuseffekt, uttynning av ozonlaget, materialproduktivitet, giftige utslipp, energiintensitet, intensitet for vannforbruk, produktegenskaper og kvalitet på miljømessig ledelse. Kriteriene vektet forskjellig mellom bransjer. Utslipp av drivhusgasser er for eksempel mindre aktuelt for internettsselskaper enn innen tungindustrien. Etikk-, samfunns- og menneskerettighetsanalysen måler «selskapers praksis i forhold til samfunnet, ansatte, interne og eksterne prosedyrer, samt hvordan selskapene måler sine resultater og rapporterer disse. Dette inkluderer også forhold til leverandører, entreprenører og forretningspartnere» (Storebrand 2000:8).

Fondene er sammensatt med utgangspunkt i «best in class»- tilnærmingen (jfr. Dow Jones' «best of sector»). Et argument for dette er at det gir større spredning, og dermed mindre risiko, enn om man bare skulle satse på bransjer med minimale utslipp. Kun de selskapene som tilfredsstillere strenge finansielle kriterier, samt er blant de 30 prosent beste i miljøindeksen og den sosiale indeksen er aktuelle investeringsobjekter. Kriteriene er i hovedsak positive. Storebrand har imidlertid også noen negative og absolutte kriterier. Det foretas

ikke investeringer i selskaper som er involvert i produksjon av tobakk, landminer eller grove brudd på menneskerettighetene. Utover dette har Storebrand utarbeidet tilleggskriterer for selskaper som er involvert i kjernekraft og genmodifiserte organismer (GMO). Innen kraftproduksjon er kriteriet at man ikke kan investere i et selskap hvor mer enn 10 prosent av produksjonskapasiteten kommer fra kjernekraft. Kriteriet innen GMO er «ansvarlig bruk». Med ansvarlig bruk mener Storebrand at selskapene som driver med genmodifiserte organismer må drive forskning på konsekvensene av deres aktivitet. Noen teknikker er likevel utelukket å investere i, for eksempel «terminator-technology». Denne teknologien frambringer sterile såkorn. Det medfører at en bonde ikke kan legge til side korn fra avlingen det ene året til bruk som såkorn året etter, noe som er helt vanlig innen tradisjonelt landbruk.

Til å skaffe informasjon om selskapene har Storebrand utviklet et eget spørreskjema. Svarene selskapene gir på spørsmålene sammenholdes med deres egne rapporter, for eksempel om miljø, sosiale og økonomiske forhold. Kvaliteten på den informasjonen selskapene selv gir varierer mellom bransjer og selskaper, men Storebrand ønsker å bidra til at kvaliteten på informasjonen forbedres ved å være i kontinuerlig dialog med selskapene. I tillegg innhentes informasjon fra eksterne frivillige organisasjoner, som Greenpeace og Amnesty, eksterne konsulentfirmaer og det amerikanske Investment Responsible Research Center (IRRC). Storebrand foretar også overvåkning av media, og besøker aktuelle selskaper. Det utarbeides skriftlige rapporter på bakgrunn av disse besøkene. Egne analytikere, med formell kompetanse innen det aktuelle fagområdet og med bransjeerfaring, er ansatt for å analysere informasjonen. Disse utarbeider et investeringsunivers bestående av de 30 prosent beste innen miljø og sosiale forhold. Deretter foretar porteføljeforvalterne investeringer basert på økonomiske vurderinger av selskapene. Storebrand fører også en dialog med ledelsen i selskapene. I følge handlingsplanen for perioden 2000 – 2002 ønsker Storebrand å «fortsette å utøve aksjonærrettigheter i bedriftene Storebrand Principle Funds har eierandeler i i tråd med den miljømessige og sosiale investeringsfilosofien» (Storebrand 2000:7).

Fondenes portefølje revideres kontinuerlig. Beslutning om kjøp og salg av aksjer tas av forvalterne selv, på bakgrunn av retningslinjer som er trukket opp av en «Advisory Committee». Et såkalt «Middle-office»¹⁰ følger med om investeringene er i samsvar med de gjeldende kriterier, og om forvalterne gjør feil, som for eksempel å investere i selskaper som man ut fra kriteriene ikke skal investere i.

8.2 Skandia

Skandia har i følge fondsforvalter Hallgeir Bergestuen per i dag 2 etiske fond, som utelukkende legger vekt på hensynet til det ytre miljø:

- Skandia Grønt Norden
- Skandia Miljøinvest

Skandia Grønt Norden ble lansert i november 1989, som det første aksjefondets i Skandias (den gang Vesta) regi i Norge. Skandia Miljøinvest ble lansert 1. januar 1990. De to fondene har ulik investeringsprofil. Skandia Miljøinvest er et såkalt førstegenerasjons miljøfond. Det innebærer at det investerer i bedrifter som tjener på at det finnes miljøproblemer. Skandia Grønt Norden er et såkalt annen-generasjons miljøfond, som investerer i selskaper som har en positiv miljøprofil (Skandia 2000).

Samlet forvaltningskapital i de 2 fondene var per 21. september 1,5 milliarder kroner. Skandia Grønt Norden står for 1,375 milliarder av dette, og er med det Skandias største aksjefond. Forvaltningskapitalen i alle Skandiafondene var på samme tidspunkt 5,6 milliarder kroner. De to miljøfondene forvalter dermed 26,8 prosent av Skandias samlede fondskapital.

Skandia Miljøinvest foretar «screening» på produkt- og tjenestnivå. Kriteriet er at produktene eller tjenestene bidrar til et bedre miljø. Det investeres for eksempel i selskaper innen renseteknologi,

¹⁰ Bore skisserer en tredeling innen Storebrand. «Front office» er forvalterne selv, mens «Back office» hovedsakelig driver med regnskap.

energieffektivisering, avfallshåndtering og –gjenvinning. Et eksempel på en investering er Tandberg. Begrunnelsen for denne investeringen er at de produserer utstyr til videokonferanser, som bidrar til å minske behovet for flyreiser fordi man kan arrangere møter uten at deltakerne fraktes til ett sted. Bergestuen understreker at selv om produktene eller tjenestene i seg selv bidrar til et bedre miljø, så kan framstillingen av disse være forurensende. Skandias miljøkriterier gjelder imidlertid ikke for produksjonsprosessen.

«Screening» av porteføljen i Skandia Grønt Norden foregår etter andre prinsipper. Her er det fokus på om bransjen har en tilstrekkelig positiv miljøprofil. Eksempler på bransjer som fondet kan investere i er energi, IT, telekommunikasjon og finans. Andre bransjer, som for eksempel olje, offshore, shipping, kjemi og transport er ekskludert fra fondet. Store deler av industri sektoren tilfredsstiller heller ikke kriteriene. Bergestuen påpeker at dersom jernbaneselskaper hadde vært børsnoterte, ville det vært mindre aktuelt å ekskludere transportsektoren fra investeringsuniverset. Som et eksempel på hvorledes kriteriene praktiseres nevner han at Skandia Grønt Norden tidligere hadde en aksjepost i Kverneland, som tilvirker landbruksmaskiner. Landbruksmaskiner er ikke en ekskludert bransje. Men da Kverneland kjøpte opp et nederlandsk selskap innen landbrukskjemi, valgte Skandia å selge sin aksjepost.

Skandia foretar i følge Bergestuen ikke miljøanalyser av enkelt-selskaper. Dersom et selskap tilfredsstiller kravene til produkt, tjeneste eller bransje, blir de inkludert i investeringsuniverset. Valg av selskaper foregår deretter kun etter kriterier om risiko og avkastning. Å innhente informasjon om enkelt-selskaper utover rapporter om økonomiske forhold, er derfor mindre aktuelt.

Fondenes portefølje revideres kontinuerlig. Beslutning om kjøp og salg av aksjer tas av forvalter. Skandia har ingen etisk komite eller råd, og er for tiden ikke medlem av, eller benytter tjenestene til, noen internasjonale «overvåkningsbyråer». De har imidlertid vært i kontakt med Veritas med tanke på å lansere et 3. generasjons miljøfond. Dette er et fond som kan investere i alle bransjer, og velge ut de beste selskapene innen hver bransje på samme måte som det Storebrand gjør. Skandia har per i dag ikke selv den kompetansen som

skal til. I følge Bergestuen er det trolig bare Storebrand som har det i Norge i dag.

8.3 Orkla Finans

Informasjonen om Orkla Finans' fond er skaffet til veie gjennom samtaler med markedsdirektør Aleksander Dahl og markedskoordinatør Sissel Hansgaard.

Orkla Finans har ett etisk fond:

- Orkla Finans Nordic

Fondet ble lansert 14. mai 1997, den gang under navnet Omega Etisk. De etiske kriteriene ble beholdt ved navneendringen, men fondet har etterhvert fått et større investeringsunivers. Orkla Finans Nordic har en forvaltningskapital per 22. september på 270 millioner kroner. Forvaltningskapitalen i alle Orklas fond var på samme tidspunkt 3,2 milliarder kroner. Orkla Finans Nordic forvalter dermed 8,4 prosent av Orklas samlede fondskapital.

Kriteriene som ligger til grunn for fondets investeringer er utarbeidet i samarbeid med Caring Company, et uavhengig svensk overvåkningsbyrå som har spesialisert seg på etiske investeringer. Valget av det svenske byrået begrunnes med at de er kommet lengre med etiske investeringer i Sverige enn i Norge. Viktigheten av samarbeidet med eksterne byråer framheves fordi de har kompetanse i etiske spørsmål som fondsforvalterne selv ikke har. Kriteriene er knyttet til det som ofte betegnes som «sin stocks», samt våpen og barnearbeid. De fleste kriteriene er absolutte, da fondet ikke investerer i selskaper som produserer våpen, tobakk, alkohol eller pornografi. Det investerer heller ikke i selskaper som har mer enn 10 prosent av omsetningen fra salg av tobakk og alkohol, eller i selskaper som er involvert i gambling. Kriteriene knyttet til barnearbeid er ikke absolutte. Fondet ekskluderer ikke automatisk selskaper der barnearbeid forekommer, men bygger på ILO-konvensjonen om barnearbeid og på retningslinjer utarbeidet av UNICEF.

Caring Company analyserer informasjonen de mottar fra selskapene i Orkla Finans Nordics portefølje. Det kan være informasjon fra bedriftene selv, for eksempel årsberetninger, eller informasjon gjennom media eller uavhengige organisasjoner. NorWatch nevnes som et konkret eksempel på det siste. De kontaktet Orkla Finans fordi de hadde informasjon om at Kværner var deleier i et selskap som produserer håndvåpen, og at våpen fra denne produsenten hadde dukket opp i det borgerkrigsherjede Sierra Leone. Utover disse informasjonskildene nytter Caring Company sitt internasjonale nettverk, der bl.a. EIRIS inngår, til å skaffe opplysninger om selskapene. På bakgrunn av de innsamlede opplysningene utarbeider Caring Company fylldige rapporter til bruk i forbindelse med fondets investeringsbeslutninger.

Forvalterne foretar på egenhånd kontinuerlige revisjoner av porteføljen. Caring Company foretar «screening» av fondets portefølje hvert kvartal. På den måten sikrer man at fondets investeringer er i tråd med retningslinjene.

Entusiasmen blant potensielle investorer var overraskende liten den gang fondet ble lansert. De fleste som forvalterne trodde ville være aktuelle, la større vekt på avkastning enn på etiske kriterier. I dag har fondet en gruppe av aktive investorer som bidrar med innspill i forbindelse med fondets investeringer. Markedsdirektør Dahl understreker at Orkla Finans Nordic ikke vil gi inntrykk av å gjøre alt riktig, men gjør så godt de kan innenfor de retningslinjene som er trukket opp.

8.4 Banco Fondsforvaltning

I følge administrerende direktør Bente Thomassen har Banco ett etisk fond:

- Humanfond Aksje

Fondet ble lansert 23. desember i fjor og er et kombinert etisk og ideelt fond. Det ideelle består i at 2 prosent av både den årlige av-

kastningen og forvaltningskapitalen gis til ideelle organisasjoner. Selv om avkastningen blir negativ et år, vil organisasjonene likevel motta penger, men da 2 prosent bare av forvaltningskapitalen. Kundene velger selv hvilken organisasjon vedkommende vil gi deler av overskuddet til blant de organisasjonene Banco har inngått en avtale med.

Fondet hadde per 31. august 30 millioner kroner i forvaltningskapital. Humanfond Aksje er Bancos eneste fond, mens Alfred Berg Gruppen, som selskapet er en del av, har en rekke vanlige aksjefond. Ingen av dem investerer i henhold til etiske kriterier. Banco Fondsforvaltning er et datterselskap av det svenske selskapet Banco Fonder, som med sine 5 milliarder kroner i forvaltningskapital innen etiske og ideelle investeringer har en markedsandel i Sverige på 40 prosent.

Kriteriene for investeringene er utelukkende negative. Fondet investerer ikke i produksjon av våpen, alkohol eller tobakk. Thomassen konkretiserer dette ved å vise til at det er uaktuelt å investere i Orkla, hvor en ikke ubetydelig del av omsetningen kommer fra produksjon av øl, eller i våpenprodusentene på Kongsberg og Raufoss. Det pågår for tiden et arbeid med å få på plass kriterier vedrørende menneskerettigheter og barnarbeid. Til dette nyttes bl.a. SA 8000-standarden som mal, og Banco samarbeider tett med Veritas på dette området. Thomassen mener at det er viktig å gå varsomt fram under lanseringen av nye kriterier fordi fallhøyden er stor når man markedsfører seg som et etisk investeringsprodukt.

Informasjonen om selskapene leveres av analytikere fra Alfred Berg, Banco Fonder og Ambro Bank i Nederland. I hovedsak er dette informasjon der selskapene selv er kilde, men Banco baserer seg også på møter med selskapene og overvåkning av media. Til å analysere informasjonen har selskapet en egen etisk analytiker, stasjonert i Sverige. Tyske Dresdner Bank bistår ved «screening» av porteføljen.

Porteføljen revideres kontinuerlig. Beslutninger om kjøp og salg av aksjer tas av forvalter, på bakgrunn av retningslinjer som er trukket opp av et etisk råd. Rådet er ledet av Annelise Høegh og består foruten henne av Thomassen selv og Bancos markedsdirektør samt

representanter fra Amnesty International, Kirkens Bymisjon, Frelsesarmeen, Flyktningerådet, Den Norske Kreftforening og Norges Astma- og Allergiforbund. Alle organisasjonene er blant dem som mottar penger fra fondet. Rådet er nyetablert og har sitt første møte i november.

Humanfond Aksje har ifølge Thomassen tiltrukket seg en del investorer som har konvertert annen fondskapital, men mange av kundene er personer som aldri tidligere har spart i fond. De gir uttrykk for at de nå ønsker å spare i fond både fordi det har kommet et produkt de har tillit til og fordi de bidrar til å støtte gode formål.

Vi har sett at enkelte mener at dersom det legges etiske kriterier til grunn for investeringene, kan avkastningen bli dårligere fordi man ikke får en optimal eksponering av porteføljen i henhold til kriterier om risiko og avkastning. Lavere avkastning kan resultere i mindre penger til de ideelle organisasjonene som fondet støtter. Thomassen opplever imidlertid ingen konflikt mellom fondets etiske investeringsprofil og den ideelle profilen, og begrunner det med at tilsvarende fond i Sverige gjør det bedre enn referanseindeksene, selv etter at de 2 prosentene av avkastningen som tilfaller de ideelle organisasjonene er trukket fra. Den ideelle eller etiske profilen burde derfor ikke være til hinder for at investorene kan forvente en konkurransedyktig avkastning på sin kapital, mener hun.

8.5 Odin Forvaltning

Odin Forvaltnings kundeservice opplyser at selskapet har ett etisk fond, som legger hovedvekt på miljøhensyn:

- Odin Miljø

Fondet ble opprettet den 15. november 1999, og hadde per 31. august i år en forvaltningskapital på 7 millioner kroner. Dette utgjør en meget beskjeden andel av Odins totale forvaltningskapital, som på samme tidspunkt var på 12,938 milliarder kroner.

Odin Miljø er et såkalt «fond i fond». Det vil si at kapitalen investeres i andre miljøfond. Den aktive forvalteren av Odin Miljø's kapital er det svenske selskapet Robur, som dermed styrer hvilke enkelt-selskaper som inngår i Odin Miljø's portefølje.

8.6 Opplysningsvesenets fond

Opplysningsvesenets Fond ble opprettet ved lov av 20. august 1821. Grunnkapitalen stammer fra eiendommer som fra før reformasjonen tilhørte det enkelte presteembedet. Forvaltningen av fondet er delegert til Kirke-, utdannings- og forskningsdepartementet (KUF) og utøves av Kirkeavdelingens Prestegårdsseksjon. Fondet eier store skog- og jordbrukseieendommer, tomter, bygninger og finanskapital (KUF 2000).

Finanskapitalen var per 28. september ca 1,7 milliarder kroner. Av denne er rundt 90 millioner utlånt til kirkelige formål. Omtrent halvparten av den øvrige kapitalen er plassert i egenkapitalpapirer, for eksempel aksjer. I følge seniorrådgiver i KUF Jan Ove Tidem, utøves forvaltningen dels i egen regi og dels av norske og utenlandske forvaltningsselskaper. Store deler av egenkapitalplasseringen er i aktiv forvaltning i det nordiske markedet. Resten er plassert i ulike fond. Avkastningen brukes til drift av Opplysningsvesenets Fond og til overføringer til Den norske Kirke (KUF 2000).

Fondets finanskapital skal forvaltes med sikte på å «gi høyest mulig avkastning med en rimelig grad av risiko» (KUF 2000). Investeringene skal foretas med utgangspunkt i en samlet vurdering av aktuelle selskaper, hvor sosiale, etiske og miljømessige forhold vektlegges i tråd med kirkens verdigrunnlag. Konkret skal fondet ikke investere i selskaper som «helt eller for en vesentlig del har sin virksomhet i porno-, rustnings-, tobakks- eller alkoholindustrien» (KUF 2000). Hvilken investeringspraksis kriteriene medfører er noe uklart. Fondet opererer ikke med maksimumsgrenser for selskapenes engasjement i uønsket virksomhet, men vurderer dette fra investering til investering. Tidem vektlegger at fondet ikke bruker «millimetermål», men mener at et selskap bør ha vesentlig mindre enn 50

prosent av engasjementet i uønsket virksomhet for å komme i betraktning for investering.

Informasjon om de enkelte selskapene innhentes de eksterne forvalterne via etablerte kanaler, for eksempel megler rapporter. Opplysningsvesenets Fond har i følge Tidem jevnlig kontakt med forvalterne, og ser til at retningslinjene som gjelder blir fulgt. Opplysninger om selskapene i den delen av porteføljen som forvaltes av fondet selv skaffes til veie bl.a. gjennom media. I tillegg understreker Tidem at de kjenner det nordiske markedet godt, og at forvalterne selv foretar analysene av informasjonen.

Fondets portefølje revideres kontinuerlig, men det handles ikke mye. De eksterne forvalterne tar selv avgjørelsen om kjøp og salg av aksjer. Opplysningsvesenets Fond har ikke noen etisk komite eller råd som trekker opp retningslinjene, eller ser til at investeringspraksis er i tråd med kriteriene. Kirkerådet konsulteres imidlertid ved behov. Tidem viser i den forbindelse til at fondet har kontaktet Kirkerådet for å avklare engasjementet i Orkla, p.g.a. ølproduksjon, men har enda ikke mottatt noe svar.

Opplysningsvesenets Fond er blitt kritisert for en rekke av investeringene i enkelt selskaper. Kritikerne stiller i første rekke spørsmålsteget ved om investeringene foretas i henhold til kriteriene (Krogstad 2000, NorWatch 1998). En forvalter i et annet fond mener at Opplysningsvesenets Fond har seg selv å takke for den negative oppmerksomheten investeringene deres har fått. Ved å investere i enkelt aksjer signaliserer man at man foretrekker selskap A framfor selskap B. De burde ifølge vedkommende heller ha investert i fond fordi de dermed kun gir uttrykk for at de foretrekker egenkapitalmarkedet, uten å tilkjenne noen preferanser for enkelte selskaper.

En innvendig mot dette synspunktet, er at man ved plassering i fond ikke unngår spørsmålet om investeringene tilfredsstiller de etiske kriteriene. Man flytter nok noe av ansvaret over til fondsforvalterne, som plasserer kapitalen i enkelt selskaper, men hvis man tar etiske hensyn på alvor, må man følge med i hvilke selskaper fondene plasserer pengene i. Det kan være vanskeligere og mer arbeidskrevende å holde oversikten når porteføljen bare består av fond, fordi

man gjennom fondene vanligvis er engasjert i svært mange selskaper.

8.7 Folkestrygdfondet

I kapittel 7 så vi at en rekke danske og britiske pensjonsfond investerer i henhold til etiske retningslinjer. I en forundersøkelse som denne har jeg ikke hatt ressurser til å undersøke utbredelsen av etiske investeringer blant slike fond særlig inngående. Jeg har derfor kun konsentrert meg om Folkestrygdfondet, som til dels kan sammenliknes med utenlandske pensjonsfond.

Folkestrygdfondet ble opprettet i 1967 i henhold til lov om folkestrygd av 17. juni 1966. Formålet med fondsforvaltningen er at Folkestrygdfondet skal bli til størst mulig nytte for folkestrygden. Midlene plasseres med sikte på best mulig avkastning under hensyntagen til betryggende sikkerhet (Folkestrygdfondet 2000a).

Fondets midler kan plasseres i utlån og innskudd, samt i forskjellige typer norske verdipapirer, herunder aksjer, grunnfondsbevis og konvertible obligasjoner notert på norsk børs. Inntil 20 prosent av fondets kapital kan plasseres i egenkapitalpapirer (Folkestrygdfondet 2000a).

Totalkapitalen var ved årsskiftet på 120,6 milliarder kroner. Av dette var 13,6 milliarder plassert i egenkapital, hvorav aksjer utgjorde 13,2 milliarder, grunnfondsbevis 360 millioner og konvertible obligasjoner 15 millioner. Fondet hadde investert i 52 selskaper, og markedsandelen på Oslo børs var 3,2 prosent. Overskuddet var på 9,3 milliarder kroner i 1999, hvorav økningen i urealiserte kursgevinster stod for 2,2 milliarder kroner (Folkestrygdfondet 2000b).

Fondet har i følge administrerende direktør Tore Lindholt interne etiske retningslinjer, som bl.a. omfatter forretningsmetoder. Det er ikke utarbeidet noen liste over produkter som fondet av etiske årsaker ikke kan investere i. De generelle etiske reglene fanger dog i noen grad opp problematikken, mener han. Det er for eksempel ikke aktuelt å investere i selskaper som produserer pornografi eller som benytter seg av barnearbeid. På spørsmålet om hvilken politikk fon-

det har i forhold til produksjon av tobakk, svarer Lindholt at dersom tobakksprodusenter hadde vært notert på Oslo Børs, måtte fondet med utgangspunkt i de interne retningslinjene ha tatt stilling til om slike aksjer kunne inngå i porteføljen.

Folketrygdfondet foretar alle investeringer selv, i motsetning til for eksempel oljefondet. Dette, sammen med at investeringsuniverset per i dag er begrenset til Oslo Børs, gjør behovet for eksplisitt etiske retningslinjer knyttet til produkter mindre, mener Lindholt. Fondets forvaltere har inngående kjennskap både til investeringsuniverset og til de bedriftene fondet har investert i.

Fondet har ingen personer eller organer som er spesialisert på etikk. Lindholt framhever at alle medarbeiderne må besitte etisk kompetanse og ha et bevisst forhold til etiske problemstillinger.

8.8 Oppsummering

Vi har sett at de kommersielle fondene, som er åpne for investeringer fra privatpersoner, forvalter omkring 3,2 milliarder kroner i henhold til etiske, sosiale eller miljømessige kriterier. Legger man en ganske romslig definisjon¹¹ til grunn for hva som er etiske investeringer, er omtrent 17,6 milliarder kroner plassert i etiske investeringer i Norge.¹² Av dette er Folketrygdfondet desidert størst med 13,6 milliarder i egenkapitalpapirer, mens Opplysningsvesenets Fond forvalter 800 millioner. I tillegg kommer et for meg ukjent beløp plassert i enkeltselskaper i henhold til etiske kriterier, enten direkte av investor eller i aktiv forvaltning gjennom finansinstitusjoner.¹³

¹¹ En romslig definisjon vil i denne sammenhengen si at en investering betegnes som etisk dersom en investor eller et fond legger minst ett etisk, sosialt eller miljømessig kriterium til grunn for investeringen. Hvor strengt kriteriet er har jeg da ikke tatt hensyn til.

¹² Tallet kan være noe lavere fordi Opplysningsvesenets Fond bruker andre forvaltere til deler av porteføljen. Dersom Opplysningsvesenets Fond eventuelt har plassert deler av kapitalen i noen av de etiske fondene jeg har omtalt, vil denne være regnet med to ganger.

Hvorvidt det er riktig å inkludere Folketrygdfondet, som ikke har noen nedskrevne eksplisitt etiske kriterier, kan diskuteres. Det skal jeg ikke forfølge her. Jeg skal isteden se litt nærmere på enkelte sider ved de kommersielle fondene.

Storebrand ser ut til å ha den mest omfattende strategien når det gjelder å underlegge investeringene etiske, sosiale og miljømessige kriterier. I tillegg har Storebrand mest ressurser og flest organer, både internt og eksternt, til å gjennomføre strategien. I den andre enden av skalaen finner vi Odin Miljø, som investerer alt i andre miljøfond. Utvikling og implementering av kriterier, innhenting av informasjon om og overvåking av selskapene samt kjøp og salg av aksjer er overlatt til disse. Mellom disse ytterpunktene finner vi Orkla Finans Nordic, Humanfond Aksje og Skandias to miljøfond, som i varierende grad trekker veksler på andre organisasjoner. Orkla har overlatt mye av arbeidet med utarbeidelse av kriterier, overvåking og «screening» til Caring Company. Humanfond Aksje bruker erfarne finansmiljøer innenlands og utenlands når de setter sammen porteføljen, mens Skandia gjør det meste selv ut fra relativt sett enkle kriterier. Hvilken strategi som er best, skal jeg ikke påta meg å dømme om. Det er også i høyeste grad et ressurs spørsmål. Har man, som Storebrand, ambisjoner om å bli ledende internasjonalt på området, er det påkrevet at man setter av ressurser som står i forhold til målsetningen. De som velger «outsourcing» av en del av investeringsprosessen, mister imidlertid noe av kontrollen, og kan gjøre seg for avhengig av eksterne organer. Fordi de har få eller ingen interne organer som kan bidra til at investeringene foretas med utgangspunkt i grundige etiske overveielser, kan faren kan være større for å bli kritisert for å være markedsstyrt. På den annen side har vi sett at samarbeide med uavhengige organisasjoner bidrar positivt til å utvikle fondenes etiske kriterier, og til å overholde disse i forbindelse med konkrete investeringer. Jeg kjenner imidlertid for lite til prinsippene som Caring Company, Rebur eller Dresdner Bank arbeider

¹³ De anslagsvis 200 millionene i aktiv forvaltning i Storebrand har jeg valgt å se bort fra her, fordi jeg ikke har sammenliknbare tall fra andre forvaltere eller investorer.

etter i etiske spørsmål, til at det er hensiktsmessig å gå inn i en diskusjon om hvorvidt investeringene er så grundig fundert som det de ideelt sett burde være.

I en artikkel i *Aftenposten* om ideelle aksjefond mener journalisten at fond som investerer med utgangspunkt i «best in class»-tilnærmingen ikke bør kalles etiske. Det begrunnes med at tilnærmingen åpner for investeringer i lite miljøvennlige bransjer, som for eksempel bilindustrien (Gedde-Dahl 2000). Hvis kriteriet for en etisk investering er at pengene plasseres i så «rene» selskaper som mulig, kan jeg følge resonnetet. Vi har imidlertid sett at «best in class»-tilnærmingen har den fordelen at selskaper innen alle bransjer blir vurdert etter etiske, sosiale og miljømessige kriterier. Det gir alle selskaper noe å strekke seg etter. Ekskluderer man for eksempel bilindustri i utgangspunktet, betyr det at selskapene innen denne industrien ikke blir eksponert for kriterier som kan bidra til å forbedre etiske, miljømessige eller sosiale standarder. Hvis man ikke har som mål å stoppe all produksjon innen en bransje, noe som ikke virker særlig realistisk, bør man derfor revurdere en strategi som i utgangspunktet utelukker hele bransjer. Skandias tilnærming viser at «screening» på bransje- eller produktnivå kan føre til at man ikke nødvendigvis unngår å investere i for eksempel miljøskadelige produksjonsprosesser, selv om produktet isolert sett kan være miljøvennlig.

«Best in class»-tilnærmingen kan jo også være fleksibel. Selv om en investor velger et investeringsselskap som bruker denne tilnærmingen, behøver han ikke å investere i de høyest rangerte selskapene innen alle bransjer. Det er mulig å utelukke bransjer man mener er uakseptable, og bare investere i de beste selskapene innen akseptable bransjer.

Jeg vil til slutt peke på den *potensielle konflikten* mellom et fonds etiske investeringer og målet om å støtte ideelle organisasjoner. Der som de etiske kriteriene er strenge kan det gå på bekostning av avkastningen, og den økonomiske støtten til de ideelle organisasjonene blir mindre. For å oppnå en bedre avkastning kan fondene kanskje bli fristet til å lempe på de etiske kriteriene, og dermed bidra med mer penger til de ideelle organisasjonene. I ekstreme tilfeller kan

man tenke seg muligheten for at organisasjonene som mottar støtte selv kan bli pådrivere for mindre strenge etiske retningslinjer, med den hensikt å oppnå bedre avkastning. Dette kan særlig gjelde hvis avkastningen fra fond utgjør en betydelig del av organisasjonenes inntekter. Det kan derfor være problematisk at de ideelle organisasjonene som tilgodeses med midler også sitter i et fonds etiske råd, og kan påvirke investeringsbeslutninger, som tilfellet er i Humanfond Aksje. Fokus kan rettes mot denne dobbeltrollen, og organisasjonene kan bli beskyldt for å legitimere aksjer som ut fra etiske kriterier kan være omstridte. Det er likevel størst grunn til å tro at dette ikke er noe problem, fordi organisasjonene vil tape på å bli forbundet med etisk betenkelige investeringer. Trekket deres troverdighet i tvil, vil medlemmer og andre støttespillere kunne inndra sin støtte og påføre organisasjonene et tap som ikke kan oppveies av avkastning fra aksjer. Det ville for eksempel være helt ødeleggende for Kreftforeningen dersom det skulle vise seg at deler av aktiviteten deres var avhengig av avkastning fra tobakksaksjer. Problemstillingen kan imidlertid være mindre relevant, for som vi har sett viser flere undersøkelser at etiske investeringer gir like høy eller høyere avkastning enn sammenliknbare ikke-etiske investeringer. Det behøver derfor ikke være noen økonomiske motiver for organisasjonene til å gå inn for mindre strenge kriterier. Man må tillegg huske på at dersom avkastningen i Humanfond Aksje ikke overstiger 100 prosent i løpet av et år, får organisasjonene mer penger fra andelen av forvaltningskapitalen enn fra andelen av avkastningen. Organisasjonene er derfor best tjent med at investorene har tillit til de etiske sidene ved fondet, og ønsker å investere i det.

Hva betyr etisk eller grønn «screening» for selskapene?

Innledningsvis har vi sett at Norsk Hydro og Tomra ble rangert på første plass i hver sin bransje da Dow Jones lanserte sine bærekraftindekser. Jeg har derfor snakket med representanter for disse selskapene, for å finne ut hvilken betydning plasseringen på indeksene har hatt.

9.1 Norsk Hydro

Assisterende direktør for helse, miljø og sikkerhet Kjell Øhren har gjennom en samtale bidratt med informasjonen om Norsk Hydro.

Norsk Hydro ble etablert i 1905. Selskapet er i dag notert ved børsene bl.a. i Oslo, New York, Stockholm, London, Paris, Frankfurt, Zürich og Amsterdam. Hovedaktiviteten er innen kjerneområdene olje- og energi, lettmetall og landbruk. Hydro har omfattende retningslinjer for miljø og sosialt ansvar og utgav i 1989, som et av de første industriselskapene, sin første miljørapport. Selskapet er medlem av World Business Council for Sustainable Development (WBCSD), og deltar i en såkalt pilottesting av indikatorer på øko-effektivitet som er utarbeidet av organisasjonen. Øko-effektiv drift innebærer bl.a. mindre bruk av råmaterialer og energi og gir mindre utslipp og høyere produktivitet (Norsk Hydro 2000). Norsk Hydro ble ved lanseringen av Dow Jones' bærekraftindekser rangert på topp innen gruppen «Konglomerater».

Etter hovedrevisjonen sommeren 2000 er Hydro fremdeles med på indeksene. De er nå listet under kjemi fordi alle konglomerater etter revisjonen ble klassifisert etter den delen av virksomheten de har størst omsetning innen. Dersom Hydro neste år også oppnår plassering på Dow Jones' bærekraftindekser, vil selskapet bli plassert innen oljevirksomhet, hvor selskapet har størst omsetning i år.

Den første henvendelsen fra Dow Jones angående indeksene kom våren 1999 i form av et spørreskjema. Kjell Øhren forteller at Hydro får mange spørreskjemaer, men prioriterte å svare på dette da Dow Jones var avsenderen. Hydro var på det tidspunktet ikke informert om indeksene, og hadde derfor ikke tatt noe initiativ for å tiltrekke seg oppmerksomhet fra Dow Jones. Årsaken til at Hydro ble valgt, er at de er et selskap av en viss størrelse på Dow Jones' ordinære indekser.

SAM Sustainability Group, som samarbeider med Dow Jones, står for kontakten med selskapene. Byrået har analysert svarene Hydro gir på de årlige spørreskjemaene, men kommer ifølge Øhren ikke tilbake med oppfølgingsspørsmål. De sjekker i stedet informasjonen mot Hydros egne rapporter, som årsmeldinger, miljørapporter etc. I tillegg blir mediene overvåket jevnlig for å undersøke om Hydro blir omtalt, enten positivt eller negativt, i forbindelse med noen av de faktorene som danner grunnlag for indeksene. Denne tredelte metoden SAM bruker for å rangere selskaper blir revidert eksternt av PriceWaterhouseCoopers.

Plasseringen på bærekraftindeksene har ikke ført til endrete rutiner i selskapet i forhold til produksjon, styring eller i forholdet til omverdenen. Øhren mener snarere at Dow Jones' tilnærming er i overensstemmelse med det Hydro legger vekt på i arbeidet med etiske, sosiale og miljømessige spørsmål. Det sentrale er at Dow Jones, i motsetning til mange NGO's som ofte overser de forretningsmessige sidene, er opptatt av samspillet mellom det forretningsmessige og det sosiale og miljømessige. Miljø og sosiale forhold er en integrert del av virksomheten, og Dow Jones er opptatt av hvordan slike faktorer håndteres i planleggingen av framtidig virksomhet. For Dow Jones er det viktig om et selskap aktivt klarer å skape nye forretningsmuligheter der sosiale og miljømessige forhold ivaretas. Selskaper hvis

strategi kun er å respondere på krav som kommer fra myndigheter og andre, har lavere sannsynlighet for å oppnå en plassering på indekserne.

Øhren mener at det er viktig for Hydro å beholde plassen på bærekraftindeksene fordi det gir et signal til omverdenen om at man tar spørsmål knyttet til miljø, etikk og sosiale forhold på alvor. Han understreker imidlertid at det er lett å falle ut av indekserne. Det kan skje selv om man ikke presterer dårligere enn før, dersom de selskapene man konkurrerer med gjør det vesentlig bedre.

En del av kundene kjenner nok til Hydros plassering på bærekraftindeksen, men er ifølge Øhren ikke så opptatt av indekser. De er mer opptatt av hvordan selskapet i praksis håndterer sosiale og miljømessige faktorer. Han framhever at medlemsskapet i WBCSD er viktigere for kundene enn at de er listet hos Dow Jones. På spørsmålet om plasseringen på indekserne kan ha påvirket aksjekursen til Hydro svarer Øhren at det er usikkert, men hvis den har gjort det er det større grunn til å tro at det har vært i positiv enn i negativ retning. Han understreker imidlertid at aktørene i finansmiljøet er dem som vier etiske, sosiale og miljømessige aspekter ved et selskap minst oppmerksomhet.

Hydro er ikke blitt rådspurt av andre selskaper som en direkte følge av plasseringen på Dow Jones' bærekraftindeks. Øhren understreker at mange derimot er interessert i Hydros publikasjoner om sosiale og miljømessige forhold. De fleste henvendelsene kommer fra utlandet. Han viser til at enkelte amerikanske konsulentselskaper har tatt kontakt fordi de mener at Hydro arbeider mer helhetlig med slike spørsmål enn mange andre innen næringslivet. Som et eksempel på en slik publikasjon nevner han til slutt den nylig utgitte boken «Invitasjon til en dialog», som omhandler næringslivets samfunnsansvar og er basert på et seminar om temaet. Boken, og dialogen den inviterer til, er viktig fordi arbeidet med slike spørsmål ikke er kommet lengre innen næringslivet i dag enn det miljøspørsmål var for 20 år siden, mener Øhren.

9.2 Tomra

Informasjonen om Tomra er skaffet til veie gjennom samtaler med økonomidirektør Helge Nerland og Vice President Finance Espen Gundersen.

Tomra er verdens ledende produsent og leverandør av maskiner for retur av emballasje både til gjenbruk og resirkulering. Deres mest kjente produkt er flaskepantautomaten, som er installert i de fleste norske dagligvareforretninger. Tomra ble etablert i 1972, og har siden starten levert mer enn 36.000 maskiner på det europeiske og amerikanske markedet. I dag er Tomra representert i 31 land i Europa og Amerika. Selskapets mål er å være verdensledende leverandør av løsninger som gjør det attraktivt å returnere emballasje for gjenbruk og resirkulering. Blant kjerneverdiene nevnes bl.a. høye etiske standarder (Tomra 2000).

Høsten 1999 inntok selskapet topplasseringen på Dow Jones' bærekraftindekser innen «Forurensningskontroll og Avfallshåndtering». Etter årets revisjon er Tomra fremdeles med på indeksene, innen samme kategori.

Selskapet ble børsnotert i 1985, og er i dag kun notert på Oslo Børs. Notering på andre børser har vært diskutert internt, men man har kommet til at Oslo Børs per i dag gir god nok eksponering av selskapet i forhold til potensielle investorer.

SAM, som foretar undersøkelsen av selskaper som er kandidater til Dow Jones' bærekraftindekser, har i noen år hatt aksjer i Tomra og har holdt Tomra informert om prosessen vedrørende lanseringen av indeksene. Tomra mottok som de andre aktuelle selskapene et spørreskjema, men SAM hadde gjort en god del av de øvrige undersøkelsene i forbindelse med sin egen investering i selskapet. Tomra følges opp en gang i året med nye spørreskjema, samt at SAM studerer bedriftens egne rapporter og overvåker mediene.

Plasseringen på Dow Jones' bærekraftindekser har ikke medført vesentlig endrede rutiner av drifts- eller styringsmessig art, men selskapet er i ferd med å lansere en ny «Sustainability Policy», som bl.a. innebærer fylldigere miljørapporter med større vekt enn før på sosiale forhold og samfunnsansvar.

Det er i følge Espen Gundersen positivt om Tomra klarer å beholde plassen på Dow Jones' bærekraftindekser, men selskapet har det ikke som et primært mål. Toppllasseringen brukes heller ikke gjennomgående ved markedsføringen av selskapet, men er blitt nevnt ved et par anledninger.

På spørsmål om rangeringen hos Dow Jones har påvirket aksjekursen, svarer Gundersen at han tviler på det. Han presiserer at om den likevel skulle ha hatt noen betydning, er det grunn til å tro at den er positiv heller enn negativ. Kursen på Tomra-aksjen har steget siden i fjor høst, men andre forhold har hatt større betydning enn listingen hos Dow Jones. Han nevner bl.a. utvidet pant i Tyskland og Danmark og innføring av pant i Israel.

Tomra har opplevd en økende oppmerksomhet fra fond som fokuserer på miljø og etikk, men finansielle investorer generelt er ikke opptatt av Tomras plassering på Dow Jones' bærekraftindekser. Gundersen legger imidlertid vekt på at Tomras produkter i seg selv bidrar til et bedre miljø, og at de konsentrerer seg om produktene og håper at markedet responderer. Med utgangspunkt i kjennskap til hvorledes etiske og grønne fond arbeider, er det også etter min vurdering grunn til å tro at Tomra p.g.a. sine miljøvennlige produkter uansett vil være attraktiv for disse.

Tomra har ikke opplevd noen stor pågang fra andre bedrifter som vil søke råd i forbindelse med etikk, miljø eller sosiale forhold. De får av og til henvendelser, men Gundersen sier at plasseringen på Dow Jones' bærekraftindekser ikke er en direkte årsak til disse henvendelsene.

Avslutning

Etiske investeringer er mest utbredt i USA og Storbritannia. Over 2000 milliarder dollar ble forvaltet i henhold til etiske retningslinjer i USA i 1999. Det utgjør over 13 prosent av all profesjonelt forvaltet kapital. I forhold til USA er etiske investeringer lite utbredt i Norge. Tendensen er imidlertid at omfanget av etiske investeringer øker, både i antall fond og forvaltet kapital, som per i dag er 3,2 milliarder kroner i de kommersielle fondene. For enkelte av forvalterne som tilbyr etiske fond i Norge utgjør etiske fond en ganske stor andel av deres totale portefølje. Erfaringen og ekspertisen disse forvalterne innehar, kan føre til at det i første rekke vil være hos dem økningen i etiske investeringer vil komme i framtiden. Tall fra Storbritannia tyder på det. Friends Provident Stewardship Trust var først ute med etiske investeringer i 1984. Selv om det i dag er 43 andre etiske fond i Storbritannia, står dette fondet alene for mer enn halvparten av de etiske investeringene i fond på det britiske markedet (Mackenzie 1998:83).

Det økende omfanget av etiske investeringer kan kanskje delvis bero på økt etisk bevissthet blant investorer. En annen faktor er at lovreguleringer og frivillige tiltak kan bidra til å gjøre slike investeringer mer attraktive. Men interessen kan også henge sammen med at etiske investeringer har endret seg fra 1960-tallet til i dag. Retningslinjene er utvidet, og er blitt mer fleksible. «Best of sector» – tilnærmingen ville nok ikke ha høstet bifall blant pionerene innen etiske investeringer, men kan tiltrekke seg mer pragmatisk orienterte etiske investorer. Selv om omfanget har økt, er fremdeles mange

skeptiske til etiske investeringer. Det kan virke som om de etiske investorene heller ikke tror helt på konseptet, da de plasserer meste-parten av sin kapital utenfor etiske investeringer. Begrunnelsen for det er av økonomisk karakter. De er bekymret for at etiske investeringer gir lavere avkastning enn andre investeringer. Om bekymringen ikke akkurat er grunnløs, ser den ut til å være overdrevet fordi en del undersøkelser viser at man kan forvente bedre avkastning av etiske investeringer enn investeringer som ikke har slike retningslinjer. Og i undersøkelser som påviser lavere avkastning av etiske investeringer er ikke avkastningen dramatisk mye lavere.

Enkelte er også skeptiske til om etiske investeringer er særlig etiske. Vi har sett at det er sprikende syn på etikk. Men selv om man kan være uenige i kriteriene som legges til grunn for investeringene, ser det ut til at relativt grundige etiske overveielser ligger til grunn for mange av investeringene. Om investorene gjennom sin investeringspraksis klarer å påvirke næringslivet til i større grad å ta hensyn til etikk, miljø og sosiale forhold, er derimot vanskelig å måle.

10.1 Temaer og problemstillinger for videre forskning

Etiske investeringer er et nytt felt hvor det foreligger relativt lite forskning internasjonalt og, så vidt meg bekjent, ingenting i Norge. Denne rapporten har tatt utgangspunkt i en del av den foreliggende litteraturen på området. Sammen med samtalen med fondsforvalterne, har denne bidratt til å gjøre meg oppmerksom på en rekke problemstillinger knyttet til etiske investeringer. Mange av problemstillingene har jeg ikke hatt anledning til å forfølge i et kort prosjekt som dette. Jeg vil derfor avslutte med å foreslå noen spørsmål som kan være et fruktbart utgangspunkt for videre forskning om etiske investeringer i Norge.

1. *Hva mener fondsforvaltere om etisk eller grønn «screening»?*

Her tenker jeg meg en nærmere oppfølging av den lille rundspørringen jeg foretok. Noen av kommentarene tydet på at forvalterne synes det er vanskelig å benytte kriterier som ikke kun dreier seg om økonomiske forhold. Trolig eksisterer det en bekymring for at investeringsuniverset vil bli for lite, noe som er et gjennomgående argument i den internasjonale litteraturen.

2. *Hvordan går fondsforvaltere og etiske investorer fram for å sette samme en etisk eller miljømessig forsvarlig portefølje?*

Primært tenker jeg meg en oppfølging av de etiske fondene. Vi kjenner en del til retningslinjene og rutinene for innhenting av informasjon, men vet mindre om overvåkning av selskaper og investeringspraksis. For å undersøke i hvilken grad grundige overveielser ligger til grunn for utvikling og oppfølging av kriterier, kan det være aktuelt å søke informasjon om arbeidet i fondenes interne organer. Et større prosjekt vil være å finne fram til investorer som legger etiske retningslinjer til grunn for sine investeringer i enkelt-selskaper, og undersøke hvordan de arbeider.

3. *Hvordan arbeider overvåkningsbyråene?*

Det finnes ingen slike byråer i Norge. Det nærmeste, Caring Company, holder til i Sverige. Caring Company inngår i et nettverk av liknende byråer, som utveksler informasjon om selskaper på tvers av landegrensene. Fordi slike byråer kan ha stor innflytelse på hvilke selskaper etiske investorer velger å plassere pengene sine i, vil det være interessant å undersøke hvilke arbeidsmetoder disse benytter.

4. *Hva mener norske investorer og andelsinnehavere i fond om etiske investeringer?*

Jeg har hittil kun innhentet informasjon fra fondsforvaltere og bedrifter. Hva de som overlater pengene sine til disse mener, vet vi ikke noe om. Det ville derfor vært interessant å finne ut hvilken

holdning etiske investorer og andelsinnehavere i etiske fond har til etiske investeringer, og hvor stor betydning avkastning har for deres valg av investeringsobjekter.

5. Hvordan gjør de norske etiske fondene det økonomisk?

Fordi antallet etiske fond fremdeles er begrenset, og de fleste er av nyere dato, lar det seg ikke gjøre å sammenlikne etiske fond med andre investeringer over en lengre tidsperiode. Orkla Finans Nordic, Skandia Grønt Norden, Skandia Miljøinvest og Storebrand Principle Global Fund er alle over tre år gamle, og er derfor de mest aktuelle i en undersøkelse om avkastning. En utfordring vil være å konstruere relevante referanseporteføljer.

6. Hvordan ser norske selskaper generelt på etisk eller grønn «screening»?

Vi vet litt om hva Hydro og Tomra mener om dette. Hensikten er å foreta en mer omfattende kartlegging blant norske selskaper. Dersom flere norske selskaper enn Hydro og Tomra er plassert på Dow Jones' bærekraftindekser, vil det være naturlig å inkludere disse fordi de har en praktisk erfaring med denne typen «screening». Utover det kan en henvende seg til for eksempel børsnoterte selskaper. Enkelte har kanskje blitt undersøkt av Dow Jones eller andre uten å nå opp på rankingen, mens man blant dem som ikke har en direkte erfaring med slik «screening» i hovedsak vil avdekke holdningen til fenomenet.

Et siste spørsmål jeg vil stille er hvorfor etiske investeringer ikke er mer utbredt i Norge? Dette er ikke et typisk forskningsorientert spørsmål, til det er spørsmålet altfor omfattende. Jeg vil avslutningsvis likevel presentere et par hypoteser om hvorfor etiske investeringer har så liten utbredelse i Norge. Disse kan muligens tilpasses et konkret forskningsopplegg:

– Det finnes få «alternative investorer» fordi aksjesparing ikke er noen utbredt spareform.

– Det er større tro på reguleringer enn på økonomisk påvirkning som et redskap for å bedre selskapenes etiske standarder.

Referanser

- Anand, Paul og Christopher J. Cowton (1993), «The ethical investor: Exploring dimensions of investment behaviour». *Journal of Economic Psychology*, 14: 377 – 385.
- Anderson, D. et al. (1996), *What has Ethical Investment to do with Ethics*. London: Social Affairs Unit.
- Belkaoui, A. og P. G. Karpik (1989), «Determinants of the Corporate Decision to Disclose Social Information». *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 2(1): 36 - 51.
- Bonde, Aslak (1998), «Etiske regler for oljefondet stadig under arbeid». *Aftenposten*, 29. desember 1998.
<http://www.aftenposten.no/nyheter/iriks/d63496.htm>
- Cowton, Christopher J. (1999a), «Playing by the rules: ethical criteria at an ethical investment fund». *Business Ethics*, 8(2): 60 – 69.
- Cowton, Christopher J. (1999b), «Accounting and financial ethics: from margin to mainstream?». *Business Ethics*, 8(2): 99 – 107.
- Cullis, John G., Alan Lewis og Adrian Winnett (1992), «Paying To Be Good? U.K. Ethical Investments». *Kyklos*, 45:3 – 23.
- Det Norske Veritas (2000), «Social Accountability Management Systems Certification». *DNV Certification Services*.
http://www.dnv.com/mngsyscert/Services/SA_8000.htm.
- Dow Jones Sustainability Group Indexes (1999), *Guide to the Dow Jones Sustainability Indexes*. Version 1.0, September 1999. Zürich: Dow Jones Sustainability Group Indexes.
- Dow Jones Sustainability Group Indexes (2000), *DJSGI internettsider*.
<http://www.sustainability-index.com>.
- Dow Jones og SAM Sustainability Group (1999), *Dow Jones & SAM Sustainability Group Launch Sustainability Indexes*. Pressemelding, 8. september 1999.
- Ethical Investment Research Service (1996), *Money and Ethics*. London: EIRIS (Ethical Investment Research Service).
- Ethical Investment Research Service (1999a), *The Ethical Investor*. Newsletter July/August 1999. London: EIRIS.

- Ethical Investment Research Service (1999b), *The Ethical Investor*. Newsletter September/October 1999. London: EIRIS.
- Filsner, Gilly og Malcolm Cooper (1992), «The Environment: A Question of Profit – The Ordinary Investor and Environmental Issues in Accounting». I: Dawe Owen, ed., *Green Reporting. Accountancy and the challenge of the nineties*, s. 119 – 125. London – New York – Tokyo – Melbourne – Madras: Chapman & Hall.
- Folketrygdfondet (2000a), *Formål og virksomhet*.
<http://www.ftf.no/Virksomhet>
- Folketrygdfondet (2000b), *Styrets beretning for 1999*.
http://www.ftf.no/resultat_default.html
- Gedde-Dahl, Siri (2000), «Veldedighetsaksjer på stigende kurs: Tjen penger med god samvittighet». *Aftenposten*, 24. september 2000.
- Gregory, Alan, John Matatko og Robert Luther (1997), «Ethical unit trusts financial performance: Small company effects and fund size effects». *Journal of Business Finance & Accounting*, 24: 705 – 725.
- Hammer, Anders S. (2000), «Børs og katedral går hånd i hånd. Ideelle aksjefond gir klingende mynt til gode formål». *Dagsavisen*, 1. september 2000.
- Jakobsen, Maria (1999), «Etik med i investeringspolitikk i LO». *Jyllandsposten*, 6. oktober 1999.
- Joly, Carlos og Tore Lindholm (1997), «Oljefondet – profitt og sosialt ansvar». *Aftenposten*, 20. juni 1997.
- Joly, Carlos (1999), *The Greening of Financial Markets*. Paper til Fifth Expert Working Group Meeting on Financial Issues of Agenda 21 United Nations. Nairobi, Kenya, 1.-4. Desember 1999.
- Kirke-, utdannings- og forskningsdepartementet (KUF) (2000), *Opplysningsvesenets Fond*.
<http://www.dep.no/kuf/norsk/p803/p10001109/index-n-n-a.html#figur4>
- Krogslund, Øystein (2000), «Kirkelig aksjebry». *Dagens Næringsliv*, 21. august 2000.
- Lewis, Alan og Paul Webley (1994), «Social and ethical investing. Beliefs, preferences and the willingness to sacrifice financial return». I: Alan Lewis og Karl-Erik Wärneryd, ed., *Ethics and economic affairs*, s. 171 - 182. London – New York: Routledge.
- Luther, Robert G., John Matatko og Desmond Corner (1992), «The Investment Performance of UK «Ethical» Unit Trusts». *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 5(4): 57 – 70.
- Løvik, Ottar A. (2000), «God Invest til himmels». *Aftenposten*, 26. august 2000.
- Mackenzie, Craig (1998), «The Choice of Criteria in Ethical Investment». *Business Ethics*, 7(2): 81 – 86.
- Mackenzie, Craig og Alan Lewis (1999), «Morals and Markets: The Case of ethical Investing». *Business Ethics Quarterly*, 9(3): 439 – 452.

- Mallin, C. A., B. Saadouni og R. J. Briston (1995), «The financial performance of ethical investment funds». *Journal of Business Finance & Accounting*, 22: 483 – 496.
- McCabe, Douglas M. (2000), «Global Labor and Worksite Standards: A Strategic Ethical Analysis of Shareholder Employee Relations Resolutions». *Journal of Business Ethics*, 23: 101 – 110.
- Mikalsen, Terje (1999), «Etikk og aktivt eierskap». I: *Lønnsomhet som etisk problem?*, NHOs skriftserie Næringsliv og Etikk nr. 8, s. 38 – 49. Oslo: Næringslivets Forlag A/S.
- Mueller, Samuel A. (1991), «The Opportunity Cost of Discipleship: Ethical Mutual Funds and Their Returns». *Sociological Analysis*, 52(1): 111 – 124.
- Norges Bank (1999), Konsekvenser for forvaltningen av Petroleumsfondet dersom spesielle miljøhensyn blir lagt til grunn ved valg av investeringsstrategi. Brev fra Norges Bank til Finansdepartementet, 16. mars 1999.
<http://www.norges-bank.no/publikasjoner/brev1.html>.
- Norsk Hydro (2000), *Norsk Hydros internettsider*.
<http://www.hydro.no>
- NorWatch (1998), «Kirkens aksjefond bryter egne retningslinjer: Tjener på våpen, tvangsflytting og miljøskandaler». *NorWatch nyhetsbrev*, nr. 6 1998.
<http://www.fivh.no/norwatch/nyhetsbrev/>
- NorWatch (1999), «Oljefondet uten retningslinjer». *NorWatch nyhetsbrev*, nr. 5 1999. <http://www.fivh.no/norwatch/nyhetsbrev/>
- Paul, Karen og Steven D. Lydenberg (1992), «Applications of Corporate Social Monitoring Systems; Types, Dimensions and Goals». *Journal of Business Ethics*, 11: 1-10.
- Rivoli, Pietra (1995), «Ethical Aspects of Investor Behavior». *Journal of Business Ethics*, 14: 265 – 277.
- RORG (2000), *Norsk Sør-politikk. Tema: Oljefondet*.
<http://solidaritetshuset.org/rorgf/politikk/oljefondet/oljefond.htm>
- Sanders, Claire (1989), «Conscience money». *New Statesman and Society*. Volum 2:24.
- Skandia (2000), *Skandia Grønt Norden og Skandia Miljøinvest*.
<http://www.skandiafondene.no/varafonder>.
- Social Investment Forum (1999), *1999 Report on Socially Responsible Investing Trends in the United States*.
<http://www.socialinvest.org/areas/research/trends/1999-Trends.htm>.
- Storebrand (2000), *Forretningsmessig samfunnsansvar: Handlingsplan 2000 – 2002*.
<http://www.storebrand.no>.
- Tomra (2000), *Tomras internettsider*.
<http://www.tomra.no>
- Wokutch, Richard E. (1984), « 'Ethical' Investing: An empirical Study of Policies and Practices of Catholic religious Institutions». *Akron Business and Economic Review*, 15: 17 – 24.

Rapport 16:2000

<p><i>Forfatter/Author</i> Trond Beldo Klausen</p>
<p><i>Titel/Title</i> Etiske investeringer</p>
<p><i>Sammendrag</i> Etiske investeringer er i løpet av det siste tiåret blitt vesentlig mer utbredt enn tidligere, spesielt i USA og Storbritannia. Selskaper som ikke tilfredsstillt etiske kriterier blir ekskludert fra investorenes porteføljer og pengene plasseres isteden i selskaper som oppfattes å ta miljø, etikk eller sosiale forhold på alvor. I Norge er etiske investeringer et marginalt fenomen, men interessen er økende. Denne rapporten er todelt. I den første delen er temaene: Forskjellige former for etiske investeringer, kriterier for etiske investeringer, hvem de etiske investorene er og hvordan de foretar sine investeringer, om etiske investeringer gir lavere eller høyere avkastning enn andre investeringer samt om etiske investeringer egentlig fortjener betegnelsen etisk. I den siste delen av rapporten presenteres en rekke norske etiske fond, med særlig fokus på kriteriene de benytter og hvorledes de anvender dem i en konkret investerings situasjon. Hovedinntrykket er at selv om etiske investeringer har fått et visst fotfeste i finansielle miljøer, er det likevel et stykke igjen til etiske vurderinger inngår som en selvsagt del av investeringsbeslutningen.</p>
<p><i>Emneord</i> Emneord: etikk, investeringer</p>
<p><i>Summary</i> Internationally, especially in the USA and Great Britain, there has been a rapid growth in ethical investment during the last decade. Companies unable or unwilling to meet the requirements of ethical investors are excluded from their portfolios. Instead, their money are often invested in companies considered to have high environmental, social or ethical standards. In Norway, ethical investment, still marginal, is drawing increasing attention. My study is two-fold. The main issues in the first part are: Different types of ethical investment, the criteria used by ethical investors, the characteristics of ethical investors, how they actually make their investments, if ethical investment hurts financially and finally, if ethical investment really deserves being labelled as ethical. In the last part of these study, I focus on how Norwegian ethical unit trusts go along from developing the guidelines to implementing the criteria derived from them in their decisions over whether to hold a particular investment. My main impression based on the readings and the interviews is that although a lot of effort has been made, ethical investment is still far from having become mainstream.</p>
<p><i>Index terms</i> Index terms: ethics, investments</p>