Vejledning om

ANSVARLIGE INVESTERINGER I STATSOBLIGATIONER

RÅDET FOR SAMFUNDSANSVAR

Indhold

1. Indledning ... 4
2. Hovedkonklusioner ... 6
3. Statsobligationer og deres prissætning ... 8
3.1. Hvad er en statsobligation? ... 8
3.2. Prissætning og ESG-faktorernes betydning ... 8
4. Kravet om at sikre det bedst mulige resultat på langt sigt ... 10
5. Udfordringer og dilemmaer ... 12
5.1. Handel i det primære eller sekundære marked: Er der forskel? ... 12
5.2. Udfordringer ved de generelle, internationale principper for ansvarlige investeringer ... 12
5.3. Udfordringer ved lande-rating ... 13
5.4. Statsobligationer i forhold til investeringer i andre aktiver ... 14
5.5. Trade-off mellem ESG-kriterier ... 15
6. Kriterier for investeringer i statsobligationer ... 16
6.1. Internationale sanktioner ... 16
6.2. Internationale og anerkendte principper for samfundsansvar ... 16
7. Kommunikation om investeringer i statsobligationer ... 20
7.1. CSR-rapportering i årsrapporten ... 20
7.2. Øvrig kommunikation ... 20
Bilag 1: Eksempler på screeningsmodeller ... 22

1. Indledning

Danmark og danske virksomheder er kendte for at gå foran, når det gælder ansvarlighed. Det gælder også for de finansielle virksomheder som banker, pensionskasser og investeringsforeninger. De største af disse har tilsluttet sig de FN-støttede principper for ansvarlige investeringer kaldet PRI ("Principles for Responsible Investment" [1]) og anvender disse i forbindelse med alle typer investeringer. Denne vejledning handler om de særlige udfordringer og dilemmaer, som investorerne står overfor, når samfundsansvar skal indgå i beslutninger om investeringer i statsobligationer.

I sommeren 2012 blev der sat fokus på flere danske bankers, pensionskassers, investeringsforeningers og kommuners investeringer i statsobligationer fra især 8 afrikanske lande. Investeringerne blev kritiseret, fordi de 8 lande i den brede offentlighed blev mistænkt for alvorlige krænkelser af menneskerettighederne, selvom de ikke var omfattet af internationale sanktioner.

Repræsentanter fra investeringsbranchen mødtes på denne baggrund med daværende erhvervs- og vækstminister, Ole Sohn (SF), den 22. juni 2012 for at drøfte problemstillinger i forbindelse med investeringer i statsobligationer. Her blev der enighed om bl.a. følgende initiativ:

"Ministeren vil anmode Rådet for Samfundsansvar om at udarbejde en vejledning om, hvilke kriterier, der i overensstemmelse med internationale retningslinjer bør indgå i vurderinger om investering i statsobligationer, hvordan man forholder sig til de dilemmaer, det kan indebære og, hvordan man kan oplyse om sin politik og praksis for sådanne investeringer. Rådet vil koordinere sin vejledning med det arbejde, der foregår i regi af PRI, og vil inddrage alle berørte organisationer og andre relevante parter i sit arbejde."

Der var desuden enighed om, at der er behov for at sikre let tilgængelige og opdaterede offentlige oplysninger om, hvilke lande, der er omfattet af FN- eller EU-sanktioner og særligt sanktioner, som forbyder finansielle transaktioner, herunder investeringer i statsobligationer.

Der findes allerede regeringens generelle vejledning om ansvarlige investeringer fra 2010, og som nyder bred opbakning i branchen[2]. Vejledningen er baseret på PRI, og den illustrerer, hvorledes en række danske investorer i praksis har implementeret PRI i deres investeringer. Vejledningen og PRI er ikke rettet mod bestemte typer af investeringer, men de konkrete eksempler på strategier tager udgangspunkt i aktieinvesteringer. Siden er der i regi af PRI udarbejdet mere detaljerede vejledninger med fokus på bestemte typer af investeringer. Der foreligger dog endnu ikke en vejledning for investeringer i statsobligationer. Hverken regeringens vejledning om ansvarlige investeringer eller PRI's vejledninger beskriver således de særlige udfordringer, investorerne står overfor i forbindelse med statsobligationer.

I PRI er der nu nedsat en arbejdsgruppe[3], der skal se nærmere på de udfordringer, investeringer i statsobligationer giver. Flere af de danske institutionelle investorer deltager allerede i dette arbejde og rådet opfordrer alle danske investorer til at følge den internationale udvikling på området.

Det er pt. uvist hvornår arbejdsgruppen under PRI forventes at offentliggøre anbefalinger vedrørende ansvarlige investeringer i statsobligationer. Rådet for Samfundsansvar ønsker derfor at offentliggøre denne vejledning på nuværende tidspunkt, men vil evaluere behovet for en revidering, når anbefalinger fra PRI foreligger.

Formål

Vejledningen skal skitsere, hvilke overvejelser en investor ud fra en ESG-synsvinkel bør gøre sig, inden der investeres i statsobligationer.

Vejledningen har desuden til formål at skabe en fælles forståelse af ansvarlige investeringer i statsobligationer med henblik på at styrke dialogen mellem investorer, NGO'er og det politiske system.

Målgruppe

Denne vejledning er som udgangspunkt relevant for enhver investor. Vejledningen er dog særlig relevant for institutionelle investorer, herunder de finansielle virksomheder. Vejledningen er desuden relevant for både kommuner og andre offentlige investorer.

Læsevejledning

Rådet opfordrer regeringen til at integrere denne vejledning om ansvarlige investeringer i statsobligationer i regeringens eksisterende vejledning om ansvarlige investeringer, således at al vejledning om ansvarlige investeringer er samlet et sted, uanset om det drejer sig om investeringer i aktier, statsobligationer eller andre typer af investeringer. Det er dog meningen, at nærværende vejledning skal kunne læses som et selvstændigt dokument.

1 www.unpri.org

2 Vejledning om ansvarlige investeringer (2010): http://samfundsansvar.dk/file/319100/vejledning_om_ansvarlige_investeringer_september_2010.pdf.pdf

3 UN PRI Sovereign Fixed Income Working Group.

2. Hovedkonklusioner

Generelt:

- Alle investorer bør tage samfundsmæssige hensyn.
- Nogle institutionelle investorer er forpligtede til at forvalte betroede midler med henblik på at sikre det bedst mulige resultat på langt sigt.[4] Men også disse investorer bør tage samfundsmæssige hensyn, hvilket er både lovligt og muligt, uden at det strider imod det bedst mulige resultat på langt sigt.

Udfordringer:

- Det anerkendes, at statsobligationer udgør en særlig type investering, der ikke rummer de samme muligheder for aktivt ejerskab, engagement og investorsamarbejde mv. som f.eks. investeringer i aktier. Køb af statsobligationer giver ikke medejerskab eller medindflydelse, som det er tilfældet ved køb af aktier. Denne omstændighed fritager imidlertid ikke for et samfundsansvar, men kan medføre, at det i visse situationer kan være nødvendigt at udelukke investeringer snarere end at satse på en påvirkning af forholdene.
- Lande-rating baseret på såkaldte ESG-faktorer (Environmental, Social and Governance faktorer) består af en række forskellige metoder og er generelt bagud skuende. Hvis en investor gør brug af lande-rating er det væsentligt at supplere med vurderinger af den aktuelle udvikling i det pågældende land. I et land hvor der er problemer med f.eks. overholdelse af menneskerettigheder, bør dette inddrages i vurderingen, men også om der er indikationer for en positiv udvikling, og om det vurderes, at investeringerne ikke bidrager til en negativ udvikling.
- Der kan være gode grunde til at fastholde investeringer i statsobligationer af hensyn til et lands udvikling. Udelukkelse bør ske efter et forsigtighedsprincip og overvejes nøje, når der ikke er internationale sanktioner mod handel med landets statsobligationer. Ved udelukkelse af investeringer i statsobligationer fra et givet land bør en investor overveje konsekvenserne for andre aktiver i det pågældende land, f.eks. aktier eller projekter ejet delvist af den pågældende stat.
- Det kan være vanskeligt at vægte ESG-faktorer i forhold til hinanden. Dog må alvorlige krænkelser af menneskerettigheder veje tungt i beslutningen om udelukkelse af investeringer i statsobligationer.

Principper for investeringer:

- Internationale sanktioner og forbud fra FN og EU skal altid overholdes.
- Investorerne skal arbejde for, at internationale principper for samfundsansvar efterleves. Det gælder bl.a. UNGP og OECD's retningslinjer for multinationale virksomheder, der stiller krav om "due diligence", og hvor overtrædelser kan indbringes for Mæglings- og klageinstitutionen for ansvarlig virksomhedsadfærd (MKI)[5]. Dette indebærer en forpligtelse for investorerne til ikke blot at søge informationer om internationale sanktioner, men også til så vidt muligt selv at undersøge forholdene i lande, hvor der kan være væsentlig risiko for krænkelse af menneskerettigheder. I forhold til investorernes operationelle forpligtelser anerkendes det, at investorernes due dilligence vil variere i kompleksitet afhængigt af bl.a. aktiviteternes karakter og kontekst.

Vejledning:

- Oplysninger om, hvilke lande og regioner, der er omfattet af internationale sanktioner kan findes på udenrigsministeriets hjemmeside[6]. Udenrigsministeriet kan indgå i dialog med branchen om investeringer i Danida's prioritetslande.

Kommunikation og gennemsigtighed:

- En investors tilgang til investeringer i statsobligationer og i andre typer af aktiver bør være transparent og bør kommunikeres, for at sikre omverdenens accept af grundlaget hvorpå investeringsbeslutningerne træffes.
- Institutionelle investorer er underlagt krav om at rapportere om deres politik for samfundsansvar. Denne rapportering bør angå investorernes kerneforretning, dvs. investeringspolitikken, implementeringen af denne samt de opnåede resultater. Dette gælder også for investeringer i statsobligationer.

[4] Kravet om bedst muligt afkast omfatter:

- forsikringsselskaber (livs- og skadesforsikring)
- tværgående pensionskasser
- firmapensionskasser
- Arbejdsmarkedets Tillægspension
- Lønmodtagernes Dyrtidsfond

[5] http://virksomhedsadfaerd.dk/

[6] www.um.dk

3. Statsobligationer og deres prissætning

3.1. Hvad er en statsobligation?

Stater udsteder statsobligationer for at finansiere statslige udgifter eller et statsligt underskud. Bortset fra de tilfælde, hvor investoren køber en statsobligation, og holder den til obligationens udløb, afhænger afkast og risiko af den generelle udvikling i rente og andre makroøkonomiske internationale forhold samt af en vurdering af kreditværdigheden i det land, som udsteder statsobligationen.

Der findes endvidere eksempler på specielle "tematiske" obligationer, som finansierer miljøprojekter (grønne obligationer) mv. Men som hovedregel er statsobligationer ikke øremærkede til konkrete projekter, således at en investor typisk ikke har kendskab til eller mulighed for at påvirke, hvad investerings- og dermed lånebeløbet anvendes til.

En obligation er forskellig fra en aktie, idet en obligationsejer har indgået en gældskontrakt, og dermed ikke som ved f.eks. køb af en aktie er medejer af virksomheden, og dermed ikke har indflydelse på obligationsudstederens aktiviteter.

3.2. Prissætning og ESG-faktorernes betydning

Prissætning af en statsobligation beror i høj grad på kreditværdighed af det udstedende land, men andre faktorer har ligeledes indflydelse på prisen, som f.eks. obligationens likviditet, forventninger til inflation, den underliggende valuta m.m.

Et lands kreditværdighed fastlægges på baggrund af en vurdering af, hvorvidt landet vil være i stand til og villig til at leve op til sine kontraktlige forpligtelser og betale de løbende renter og i sidste ende lånebeløbet tilbage. En sådan vurdering beror på de forventede fremtidige pengestrømme til staten, som bl.a. påvirkes af statens institutionelle styrke, der har afgørende betydning for, om landet forventes at kunne indkræve skatter effektivt samt effektuere eventuelle reguleringer af skatter og afgifter.

Hvis et land ikke længere er i stand til eller ønsker at vedligeholde sin gæld, i form af manglende rente- eller tilbagebetalinger, kan landet i yderste konsekvens gå konkurs i form af en statsbankerot, eller der kan ske en omstrukturering/nedskrivelse af gælden, så statsbankerot undgås. Årsagerne kan f.eks. være følgerne af insolvens og stor gæld, ændringer i regeringsregime eller ophør af staten.

Med denne baggrund indgår der desuden en række ESG-faktorer med relevans for samfundsansvar i vurderingen af et lands kreditværdighed.

ESG-faktorer der kan indgå i vurderingen af et lands kreditværdighed:

- Respekt for menneskerettigheder
- God regeringsførelse, herunder korruption, politisk stabilitet, statens institutionelle styrke og gennemsigtighed
- Sociale forhold, f.eks. fattigdom, ulighed og adgang til sundhed og sikkerhed
- Respekt for arbejdstagerrettigheder
- Naturbeskyttelse og biodiversitet
- Ressourceeffektivitet

Blandt ESG-faktorer er det særligt spørgsmål omkring "god regeringsførelse", der er vigtig for vurderingen af et lands evne og villighed til at leve op til sine kontraktlige forpligtelser og betale de løbende renter og i sidste ende lånebeløbet tilbage. Det drejer sig om niveauet for korruption, politisk stabilitet, statens institutionelle styrke og gennemsigtighed i regeringsførelse og myndighedsudøvelse mv.

Sociale faktorer har også stor indflydelse på den samlede vurdering af et land, idet sociale faktorer enten kan påvirke en stats forventede fremtidige pengestrømme eller kan føre til politisk ustabilitet f.eks. folkeligt oprør som følge af mangelfulde sociale forhold.

Hvis et land f.eks. kendetegnes af dårlig regeringsførelse og udbredte krænkelser af menneskerettighederne, vil det typisk medføre, at investeringer i landets statsobligationer er forbundet med en større risiko end investeringer i lande, hvor sådanne forhold ikke foreligger. En høj forrentning og et højt afkast af statsobligationerne indikerer typisk, at der er en høj risiko forbundet med investeringerne. En høj rente indikerer altså ikke nødvendigvis, at en statsobligation er en god investering, da renten skal ses i forhold til risikoen. Det er en risiko, der i høj grad er påvirket af ESG-faktorer. Men omvendt indikerer en høj rente heller ikke nødvendigvis, at der er tale om en problematisk investering.

Navnligt for de stater, der anses for skrøbelige, spiller identificerbare trends i udviklingen af ESG-faktorer en vigtig rolle i vurderingen af landets kreditværdighed. Rådet bemærker, at en række investorer allerede har indarbejdet vigtige ESG-faktorer og -trends i deres vurderinger af de pågældende landes kreditværdighed.

4. Kravet om at sikre det bedst mulige resultat på langt sigt

Hensynet til at sikre det bedst mulige resultat på langt sigt af investeringerne er et grundvilkår for nogle institutionelle investorer i Danmark. Det er et hensyn, der er fastsat ved lov[7], og gælder for alle typer af investeringer – også investeringer i statsobligationer.

Inddragelsen af samfundshensyn i investeringer anses ikke for at være en begrænsning, der reducerer resultatet på langt sigt. Finanstilsynet har kommenteret muligheden for at inddrage samfundshensyn, som følger:

> **"Da det ikke på forhånd er muligt at afgøre, hvilken investeringsstrategi der vil være mest fordelagtig, kan livsforsikringsselskaber og tværgående pensionskasser inden for de nævnte rammer, jf. herved lov om forsikringsvirksomhed § 87 og §§ 127a – 129, lovligt vælge flere investeringsstrategier – herunder strategier, der rummer krav om "etiske investeringer". Dette ændrer imidlertid ikke ved pligten til på langt sigt at opnå det bedst mulige resultat."[8]**

[7] Se f.eks. § 158 i lov om finansiel virksomhed, § 46 i lov om tilsyn med firmapensionskasser, § 26 i lov om Arbejdsmarkedets Tillægspension, § 6 lov om Lønmodtagernes Dyrtidsfond, §§ 32 og 33 a i lov om investeringsforeninger mv. og § 18 i lov om forvaltere af alternative investeringsfonde mv.

[8] Brev af 9. oktober 1997 til hhv. Rådet for Dansk Forsikring og Pension, ATP og LD: www.finanstilsynet.dk/da/Nyhedscenter/Pressemeddelelser/Arkiv-PM/Presse-1997/Pensionskasser-og-livsforsikringsselskaber.aspx

Det er således både lovligt og muligt at vælge investeringsstrategier, der indeholder krav om inddragelse af samfundshensyn i investeringer og på samme tid tilgodeser hensynet til at skabe det bedst mulige resultat på langt sigt. Det gælder, uanset om samfundshensyn inddrages af etiske årsager eller som et led i en ESG-baseret risikovurdering. Det afgørende i denne forbindelse er, at samfundshensyn som f.eks. hensynet til menneskerettigheder lovligt kan inddrages, uanset om motivet er etisk, eller hensynet inddrages for at balancere risiko og afkast, såfremt pligten til på langt sigt at opnå det bedst mulige resultat fortsat opfyldes.

På denne baggrund mener rådet, at samfundshensyn bør inddrages i investeringsbeslutninger.

I praksis kan der imidlertid være særlige udfordringer i forhold til, hvordan man kan inddrage samfundshensyn ved investeringer i statsobligationer.

5. Udfordringer og dilemmaer

5.1. Handel i det primære eller sekundære marked: Er der forskel?

Der er forskel på, om en investor køber en allerede udstedt statsobligation i markedet fra en anden investor (sekundære marked) eller køber en ny udstedt statsobligation fra det udstedende land (primære marked). Det er kun i sidstnævnte tilfælde, at investoren direkte giver det udstedende land likviditet. Alligevel rummer også køb af statsobligationer i det sekundære marked udfordringer og dilemmaer i forhold til at tage samfundsansvar.

Ved et køb af en statsobligation på det *primære marked* har långiver et ansvar for at overveje, hvem lånet gives til, og hvilke samfundsmæssige virkninger et sådant lån kan have, dvs. hvad pengene bliver brugt til.

Ved køb af statsobligationer på det *sekundære* marked er der ikke en direkte kobling mellem långiver og låntager, men en investor har alligevel et ansvar. Køb af statsobligationer på det sekundære marked kan således være med til at opretholde rentevilkårene for det udstedende land og dermed samlet set lette adgangen til kredit for regeringen i landet.

En investor bør derfor ved handel med statsobligationer på det sekundære marked foretage en lignende vurdering i forhold til det udstedende land som ved handel i det primære marked.

5.2. Udfordringer ved de generelle, internationale principper for ansvarlige investeringer

De fleste større institutionelle investorer har tilsluttet sig PRI[9], der udgør en international og bredt accepteret ramme for ansvarlighed i investeringer generelt.

Princippet om aktivt ejerskab, der er et centralt princip under PRI, beror på, at investorerne i kraft af deres investeringer har medejerskab til og dermed indflydelse på de virksomheder, de investerer i.

Ifølge princippet om aktivt ejerskab er det en generel anbefaling, at investorer bør forsøge at påvirke fremfor at ekskludere enkelte investeringer.

Dette er i sagens natur ikke tilfældet, når der er tale om statsobligationer, hvor der er tale om en finansiel ydelse i form et lån. Køb af statsobligationer giver ikke medejerskab eller medindflydelse, som det er tilfældet ved køb af aktier.

Samtidig er det vanskeligere at påvirke et land end en virksomhed. Der kan også være demokratiske overvejelser forbundet med at forsøge at påvirke et lands politiske beslutninger og samfundsøkonomiske prioriteringer som mulig investor med en økonomisk interesse i landet.

Men selvom betingelserne for både aktivt ejerskab, engagement og indflydelse grundlæggende er anderledes for statsobligationer end for aktier og virksomhedsobligationer, er PRI fortsat relevant. For en gennemgang af PRI henvises der til den eksisterende vejledning om ansvarlige investeringer[10].

Det er et fundamentalt princip, at investorerne skal udvise nødvendig omhu for, at deres investeringer ikke har negative samfundsmæssige effekter, herunder at investeringerne ikke bidrager til krænkelser af menneskerettighederne.

Det forhold, at det er vanskeligt eller umuligt at udøve aktivt ejerskab i forbindelse med statsobligationer er ikke ensbetydende med manglende ansvar.

Statsobligationernes karakter sammenlignet med aktier har dermed primært betydning for, hvorledes investorerne griber samfundsansvaret an. Det kan f.eks. i højere grad blive nødvendigt at udelukke visse statsobligationer fra porteføljen.

Afgørende er, om det pågældende land vurderes til at være i en positiv udvikling i forhold til f.eks. menneskerettigheder, og om investeringer evt. kan bidrage til at forstærke en sådan positiv udvikling.

Hvis omvendt der i landet foregår grove krænkelser af menneskerettigheder, og der ikke er indikationer om væsentlige forbedringer, kan investeringer være problematiske. Det afgørende er, at investorerne forholder sig til problemstillingerne, og er åbne om deres konklusioner.

Der er i PRI opmærksomhed på emnet, og der er derfor, som allerede nævnt i indledningen, nedsat en arbejdsgruppe, der skal se nærmere på de udfordringer, investeringer i statsobligationer stiller investorerne overfor.

5.3. Udfordringer ved lande-rating

Der findes flere forskellige metoder til systematisk at vurdere økonomiske, politiske og ESG-relaterede risici ved at drive forretning og investere i verdens knap 200 suveræne stater (såkaldt 'country risk rating'). I flere af disse indgår også en løbende overvågning af dokumenterede overtrædelser af internationale konventioner vedrørende menneskerettigheder, miljø mv.

Det er et dilemma i relation til ESG-data, at disse data er bagud skuende og kun viser situationen i et givet land på et givet tidspunkt. Derimod er investorer, der overvejer at investere i et give t lands statsobligationer, typisk interesserede i den fremtidige udvikling i landet.

9 www.unpri.org

10 Vejledning om ansvarlige investeringer (2010): http://samfundsansvar.dk/file/319100/vejledning_om_ansvarlige_investeringer_september_2010.pdf.pdf

Såfremt landet vurderes til at være i en positiv udvikling, kan en investering være både være interessant for en investor og støtte en positiv udvikling i landet. Men såfremt ESG-data endnu ikke er opdaterede, kan det føre til at en sådan investering afslås.

Hvis en investor benytter sig af lande-rating er det væsentligt, at investoren sørger for at foretage en vurdering af trenden i landets ESG-vurdering og i øvrigt bruger ESG-data, der er så opdaterede som muligt.

Derefter er det en konkret vurdering, om problematiske ESG-forhold i et land, herunder i forhold til menneskerettigheder, skal føre til, at der afstås fra investeringer i statsobligationer udstedt af det pågældende land.

Der kan være mere eller mindre alvorlige ESG-problemer eller overtrædelser af internationale konventioner i en række lande, herunder også de største lande og markeder for statsobligationer i verden. Afgørende er, om det pågældende land vurderes til at være i en positiv udvikling i forhold til f.eks. menneskerettigheder, og om investeringer evt. kan bidrage til at forstærke en sådan positiv udvikling.

Hvis omvendt der i landet foregår grove krænkelser af menneskerettigheder, og der ikke er indikationer om væsentlige forbedringer, kan investeringer være problematiske. Det afgørende er, at investorerne forholder sig til problemstillingerne, og er åbne om deres konklusioner.

5.4. Statsobligationer i forhold til investeringer i andre aktiver

Såfremt en investor på baggrund af ESG-faktorer beslutter at udelukke statsobligationer udstedt af et givet land, kan det skabe tvivl i forhold til andre typer investeringer i form af f.eks. i virksomhedsobligationer eller aktier udstedt af virksomheder i samme land. En investor skal forholde sig til, hvorvidt beslutningen vedr. statsobligationerne skal have konsekvenser for resten af porteføljen med henblik på at opretholde en konsistent investeringstilgang.

Det kan være svært at afgøre, i hvor høj grad en virksomhed direkte eller indirekte støtter et regime med f.eks. kritisable menneskerettighedsforhold. Hertil kommer spørgsmålet om, hvordan en investor kan/bør inkludere konklusionerne om landet i investeringsbeslutninger vedrørende virksomheder, der er helt eller delvist ejet af staten.

Ifølge dansk udenrigs- og udviklingspolitik gives uspecificeret direkte støtte til statsbudgettet (generel budgetstøtte) kun til lande, der opfylder en række kriterier inden for: 1) menneskerettigheder, demokrati og retsstatsprincipper; 2) solide nationale politikker og planer for fattigdomsbekæmpelse, god regeringsførelse og bæredygtig udvikling; 3) en stabil makroøkonomisk ramme; 4) en rimelig kvalitet og kapacitet i den offentlige økonomiforvaltning og 5) gennemsigtighed og kontrol med budgettet. Kun et fåtal af de danske prioritetslande[11] opfylder kriterierne i tilstrækkelig grad.

I lande, der ikke kvalificerer til generel budgetstøtte sker samarbejdet gennem finansiering af projekter og programmer, hvor det løbende vurderes, hvorvidt der kan ske finansiering af regeringsprogrammer eller finansieringen må løbe gennem civilsamfund og privatsektor eller et miks heraf. Ligeledes kan investeringer i bestemte projekter eller virksomheder i visse lande være etisk forsvarlige og inddrage ESG-faktorer samtidig med, at investeringer i disse landes statsobligationer udelukkes på baggrund af de samme hensyn.

Det forhold, at Danmark enten yder generel budgetstøtte, har et programsamarbejde eller finansierer konkrete bistandsprojekter i lande, hvor der finder alvorlige krænkelser af menneskerettighederne sted, kan derfor ikke *i sig selv* anvendes som indikator for, om investeringer i statsobligationer eller andre aktiver i disse lande er ansvarlige.

Derfor er det vigtigt, at en investor under alle omstændigheder foretager en vurdering af, hvorvidt det er ansvarligt at investere i en given statsobligation og i andre aktiver fra det pågældende land. Vurderingen kan desuden falde forskelligt ud, således at investeringer i statsobligationer f.eks. udelukkes, mens andre investeringer i f.eks. virksomheder eller bestemte projekter vurderes at være ansvarlige.

5.5. Trade-off mellem ESG-kriterier

En investor kan se sig nødsaget til at vurdere, hvilke ESG-kriterier, der skal være højest prioriteret. Det kan f.eks. dreje sig om en prioritering af, om visse arbejdstagerrettigheder overholdes, eller om staten bekæmper korruption.

Det er ikke muligt at vægte alle ESG-hensyn lige højt, og det kan være nødvendigt at vælge hvilke kriterier, der skal prioriteres højest.

Grove krænkelser af menneskerettighederne bør under alle omstændigheder være af så stor betydning, at en positiv udvikling indenfor andre ESG-faktorer vanskeligt kan opveje sådanne krænkelser og dermed begrunde investeringer i statsobligationer.

Ifølge FN´s højkommissariat for menneskerettigheder (OHCHR) vil følgende generelt tælle som grove krænkelser: Folkemord, slaveri, slaverilignende praksis, summariske eller tilfældige henrettelser, tortur, bortførelser, arbitrære og langvarige tilbageholdelser og systematisk diskrimination[12]. Andre forme for menneskerettighedskrænkelser herunder økonomiske, sociale og kulturelle kan også tælle som grove, hvis de er alvorlige og systematiske, og f.eks. finder sted i stort omfang og er rettet mod bestemte befolkningsgrupper[13].

[11] Om Danmarks bilaterale bistand til prioritetslande se: http://um.dk/da/danida/det-goer-vi/lande-reg/prioritetslande

[12] "The Corporate Responsibility to Respect Human Rights: An Interpretative Guide" United Nations (OHCHR), 2012.

[13] Ibid.

6. Kriterier for investeringer i statsobligationer

På baggrund af de nævnte udfordringer og dilemmaer anbefaler rådet, at investorerne ved investeringer i statsobligationer tager udgangspunkt i: 1) hvorvidt det udstedende land er omfattet af internationale sanktioner; 2) internationale og anerkendte principper for samfundsansvar. Rådet bemærker, at disse elementer i vid udstrækning allerede indgår i investeringspolitikken hos danske institutionelle investorer.

6.1. Internationale sanktioner

FN og EU kan vedtage sanktioner mod et land, f.eks. handelsrestriktioner, forbud mod finansielle transaktioner i bestemte værdipapirer, visa eller rejserestriktioner.

Sanktioner kan vedtages af FN's Sikkerhedsråd ved bindende resolutioner. EU implementerer sanktioner vedtaget af FN, men kan også selvstændigt iværksætte sanktioner. Sanktioner har til formål at ændre en bestemt adfærd eller politik, som for eksempel en overtrædelse af folkeretten eller menneskerettighederne, eller en politik, der ikke respekterer de retsstatslige eller demokratiske principper.

FN og EU informerer hver især om de gældende internationale sanktioner ved adgang til særlige sanktionsdatabaser via deres officielle hjemmesider.[14]

I Danmark kan investorerne orientere sig om de gældende sanktioner på Udenrigsministeriets hjemmeside[15]. Udenrigsministeriet offentliggør oplysninger om, hvilke lande, der er omfattet af FN- eller EU-sanktioner. Det gælder også sanktioner som forbyder finansielle transaktioner, herunder investeringer i statsobligationer.

En investor bør altid indhente opdaterede oplysninger om relevante sanktioner, inden der træffes en investeringsbeslutning. Det er strafbart at overtræde forbud, som følger af internationale sanktioner.

6.2. Internationale og anerkendte principper for samfundsansvar

Som et overordnet kriterium for inddragelse af ESG-faktorer i beslutninger om investeringer i statsobligationer gælder, at investorerne skal sikre, at internationale principper for samfundsansvar efterleves. Foruden de allerede nævnte principper for ansvarlige investeringer under PRI[16], kan der i denne forbindelse bl.a. henvises til følgende:

- FN's retningslinjer for Menneskerettigheder og Erhvervsliv (UN Guiding Principles on Business and Human Rights / UNGP)
- OECD's Retningslinjer for Multinationale Virksomheder (OECD Guidelines for Multinational Enterprises).
- FN's Global Compact (UN Global Compact / UNGC)

UN Guiding Principles on Business and Human Rights (UNGP)[17]

Investeringer i statsobligationer fra stater, hvor der foregår krænkelser af menneskerettighederne, rummer en risiko for indirekte at bidrage til krænkelserne i kraft den finansielle støtte til de ansvarlige regimer.

UNGP blev vedtaget af FN's menneskerettighedsråd i juni 2011 og er tiltrådt af Danmark. Principperne er relevante for alle stater og alle virksomheder, både transnationale og andre, uanset hvor de befinder sig og uanset deres størrelse, sektor, ejerskab eller struktur[18]. Samtidig anerkendes det, at omfanget og kompleksiteten af virksomhedernes indsats for at løfte dette ansvar kan variere efter hvor alvorlig en virksomheds negative påvirkning er[19].

Det særlige ved UNGP er, at det er første gang man på internationalt niveau har formået at formulere sådanne retningslinjer med forventninger til både stater og virksomheder, herunder de institutionelle investorer, og med bred opbakning fra alle væsentlige interessenter, herunder stater, erhvervsorganisationer, fagbevægelse, NGO'er, mv.

Disse retningslinjer er blevet internationalt kendt som den såkaldte "Protect, Respect and Remedy-ramme":

- Protect: Det er staternes ansvar at beskytte mod virksomheders krænkelser af menneskerettighederne.
- Respect: Det er virksomhedernes ansvar at respektere menneskerettighederne.
- Remedy: Sker der alligevel krænkelser af menneskerettigheder er det et fælles ansvar for virksomheder og stater at sørge for oprejsning (remediation) til de krænkede. I den forbindelse skal staterne sørge for, at der findes effektive institutionelle rammer herfor f.eks. i form af mæglings- og klagemekanismer.

"Respect"-delen udgør en ramme for virksomheders, herunder institutionelle investorers, nødvendige omhu ("due dilligence") for samfundsansvar med særligt fokus på menneskerettigheder.

"Due diligence" betyder i denne forbindelse, at investorerne skal udvise nødvendig omhu for at respektere f.eks. menneskerettigheder i forbindelse med deres investeringer. Investorerne skal tage de fornødne forholdsregler for, at deres investeringer ikke bidrager til krænkelser af menneskerettigheder, selvom sådanne krænkelser kan finde sted i det pågældende land.

[14] Vedrørende EU sanktioner se: http://eeas.europa.eu/cfsp/sanctions/consol-list_en.htm. Vedrørende FN-sanktioner se: http://www.un.org/sc/committees/index.shtml

[15] www.um.dk

[16] De seks principper for ansvarlige investeringer under PRI er nærmere beskrevet i regeringens Vejledning om ansvarlige investeringer (2010).

[17] "Guiding Principles on Business and Human Rights", United Nations (2011): http://www.ohchr.org/Documents/Publications/GuidingPrinciplesBusinessHR_EN.pdf

[18] Ibid. side 1 (General Principles).

[19] Ibid. side 15 (Principle 14).

I forhold til investorernes operationelle forpligtelser anerkendes det, at investorernes due dilligence vil variere i kompleksitet afhængigt af bl.a. aktiviteternes karakter og kontekst.

For så vidt angår "remedy"-delen er dette en fælles forpligtelse for både stater og virksomheder. Når det gælder investeringer i statsobligationer, kan det dog i sammenligning med aktieinvesteringer i konkrete virksomheder, være vanskeligt i praksis at afgrænse evt. negative indvirkninger. Dermed kan det også være vanskeligt at målrette indsatsen og nærmere identificere evt. krænkede.

I Danmark kommer relevansen af UNGP bl.a. til udtryk ved, at man som investor kan indbringes for Mæglings- og klageinstitutionen for ansvarlig virksomhedsadfærd[20], hvis det viser sig, at investeringerne bidrager til krænkelser af menneskerettigheder, idet UNGP er fuldt integreret i OECD's Retningslinjer for Multinationale Virksomheder (se nedenfor), og indgår derfor i grundlaget for institutionens arbejde.

Hvordan principperne i UNGP vil udspille sig i praksis, og hvordan den præcise ansvarsfordeling og forpligtelser efter UNGP mellem myndigheder, virksomheder og investorer konkret vil være, er endnu uvist, da der i international kontekst endnu har været meget få sager.

OECD's Retningslinjer for Multinationale Virksomheder[21]

Udover menneskerettigheder findes der andre relevante internationale retningslinjer, der inddrager en række andre ESG-faktorer herunder bl.a. korruption og miljø.

Det gælder for OECD's Retningslinjer for Multinationale Virksomheder, som er anbefalinger om ansvarlig virksomhedsadfærd med relevans for alle virksomheder uanset virksomheds- eller koncernstuktur, dvs. retningslinjerne henvender sig ikke udelukkende til multinationale virksomheder.

OECD-retningslinjerne bygger ligesom UNGP og PRI på princippet om nødvendig omhu ("due diligence").

Det betyder i denne sammenhæng, at investorerne skal have politikker og procedurer på plads for at identificere, forebygge og udbedre eventuelle negative påvirkninger af deres investeringer, samt at investorerne kan redegøre for evt. negative påvirkninger.

Endelig gøres opmærksom på, at man som investor kan indbringes for Mæglings- og klageinstitutionen for ansvarlig virksomhedsadfærd[22], hvis det viser sig, at der foreligger overtrædelser af OECD's Retningslinjer for Multinationale Virksomheder, idet disse retningslinjer er grundlaget for institutionens arbejde.

OECD-retningslinjerne handler om:

- Rapportering om samfundsansvar
- Menneskerettigheder
- Arbejdstagerforhold
- Miljø
- Anti-korruption
- Forbrugerinteresser
- Videnskab og teknologi
- Konkurrence
- Skat

UN Global Compact (UNGC)[23]

Blandt de mest overordnede og internationalt anerkendte principper for virksomheders samfundsansvar hører FN's Global Compact (UNGC). UNGC er med over 10.000 deltagende virksomheder og andre interessenter fordelt på 130 lande verdens største frivillige initiativ for virksomheders samfundsansvar.

UNGC er et strategisk "policy-initiativ" for virksomheder, der ønsker at bringe aktiviteter og strategier i overensstemmelse med 10 universelt accepterede principper på de følgende områder: menneskerettigheder, arbejdstagerrettigheder, miljø og anti-korruption[24].

Principperne peger på virksomhedernes ansvar for og bidrag til overholdelsen af internationalt anerkendte konventioner om menneskerettigheder, arbejdstagerrettigheder, miljø og anti-korruption, der er indgået mellem stater. For alle virksomheder betyder det, at:

01 Virksomheden bør støtte og respektere beskyttelsen af internationalt erklærede menneskerettigheder.
02 Virksomheden bør sikre, at den ikke medvirker til krænkelser af menneskerettighederne.
03 Virksomheden bør opretholde foreningsfriheden og effektivt anerkende retten til kollektiv forhandling.
04 Virksomheden bør støtte udryddelsen af alle former for tvangsarbejde.
05 Virksomheden bør støtte effektiv afskaffelse af børnearbejde.
06 Virksomheden bør afskaffe diskrimination i relation til arbejds- og ansættelsesforhold.
07 Virksomheden bør støtte en forsigtighedstilgang til miljømæssige udfordringer.
08 Virksomheden bør tage initiativ til at fremme større miljømæssig ansvarlighed.
09 Virksomheden bør opfordre til udvikling og spredning af miljøvenlige teknologier.
10 Virksomheden bør modarbejde alle former for korruption, herunder afpresning og bestikkelse.

[20] www.virksomhedsadfaerd.dk
[21] www.oecd.org/daf/inv/mne/48004323.pdf
[22] www.virksomhedsadfaerd.dk
[23] www.unglobalcompact.org
[24] www.unglobalcompact.org/AboutTheGC/index.html

7. Kommunikation om investeringer i statsobligationer

7.1. CSR-rapportering i årsrapporten

Ifølge årsregnskabslovens § 99 a skal store danske virksomheder i regnskabsklasse C, børsnoterede virksomheder og statslige aktieselskaber i regnskabsklasse D redegøre for deres politikker for samfundsansvar, såfremt virksomhederne har sådanne politikker. Hvis en virksomhed ikke har sådanne politikker skal dette oplyses.

Alle institutionelle investorer i Danmark er i kraft af bekendtgørelser fra Finanstilsynet underlagt lignende bestemmelser om rapportering om samfundsansvar – uanset den finansielle virksomheds størrelse.

Virksomheder skal oplyse om følgende:

- Virksomhedens politikker for samfundsansvar, herunder eventuelle standarder[25], retningslinjer eller principper for samfundsansvar, som virksomheden anvender.
- Hvordan virksomheden omsætter sine politikker til handling, herunder evt. systemer eller procedurer herfor.
- Virksomhedens vurdering af, hvad der er opnået som følge af virksomhedens arbejde med samfundsansvar i regnskabsåret, samt virksomhedens evt. forventninger til arbejdet fremover.

Hvis en investor ikke har formuleret politikker for samfundsansvar, skal dette oplyses. Hvis der ikke er formuleret politikker for menneskerettigheder og klima skal dette endvidere udtrykkeligt oplyses.

Det anbefales, at danske institutionelle investorer oplyser om deres politikker og praksis for investeringer i statsobligationer i forbindelse med redegørelsen for deres politik for ansvarlige investeringer i årsrapporten.

7.2. Øvrig kommunikation

Det er af stor betydning, at investorerne offentliggør ikke-finansiel information samt udarbejder og redegør for deres politikker for samfundsansvar. Det er desuden vigtigt, at politikken angår investorernes kerneforretning dvs. deres investeringspolitik og inddragelsen af ESG-hensyn heri. Kun derigennem er det muligt at opnå både interessenters og en bredere offentligheds accept af investeringsbeslutningerne.

Overordnet bør en investor i relation til rapportering og kommunikation forholde sig til følgende spørgsmål:

- Hvordan kommunikerer vi vores strategi for ansvarlige investeringer i forhold til statsobligationer – internt og eksternt?
- Hvordan sikrer vi en relevant og troværdig kommunikation for investeringer i statsobligationer?
- Hvordan kommunikerer vi løbende om inddragelsen af ESG-hensyn i investeringsbeslutningerne?
- Hvordan kommunikerer vi eksternt, når og hvis vi har konstateret, at konkrete investeringer ikke lever op til vores politik for ansvarlige investeringer?
- Hvad har vi lært af vores hidtidige kommunikation, og er der ting vi kunne gøre bedre i fremtiden?

Til den relevante information om investeringspolitikken for statsobligationer hører bl.a. oplysninger om en udelukkelse af investeringer i statsobligationer på baggrund af ESG-faktorer.

[25] Som f.eks. ISO 26000 Guidance on social responsibility

BILAG

Eksempler på screeningsmodeller

Bemærk! Eksemplerne skal give inspiration til arbejdet med ansvarlige investeringer i statsobligationer. Der er alene tale om eksempler, og rådet har ikke foretaget en vurdering af de viste modeller.

PFA's metode til lande-screening ved investeringer i statsobligationer

PFA har ansvaret for at investere i statsobligationer på ansvarlig vis. Investeringerne skal følge de generelle og internationalt anerkendte standarder for ansvarlige investeringer. Derfor screener PFA lande parallelt med de halvårlige screeninger af virksomhedsaktier og -obligationer. Screeningen foregår i 3 trin1 og tager højde for en række indikatorer og landespecifikke oplysninger, der er relevante for vurdering af et land, befolkningens behov samt den øvrige situation i landet.

Landescreeningen er implementeringen af kriterier og proces i overensstemmelse med PFA's retningslinjer for ansvarlig investering i statsobligationer. Screeningen integrerer internationale standarder og baseres på de mest anerkendte indeks. Screeningen giver et overskueligt og faktabaseret beslutningsgrundlag for PFA's RI Board, der træffer beslutning om, hvorvidt lande er investeringsegnede eller ej. PFA anser det ikke som en mulighed for investorer at bedrive aktivt ejerskab overfor fremmede stater, da det er et udenrigspolitisk anliggende.

En proces i udvikling

Der eksisterer ikke faste kriterier eller principper, som stater vurderes efter. Både en arbejdsgruppe i PRI og en arbejdsgruppe under Erhvervsstyrelsen beskæftiger sig med området. Den danske vejledning, som ventes vedtaget af Rådet for Samfundsansvar i efteråret 2013, forventes at skabe rammerne for, hvilke kriterier der kan indgå i vurderingen.

I PFA's screeningsproces har PFA selv valgt de kriterier, der anvendes i screeningen. Processen vil blive evalueret løbende, og i det omfang det er nødvendigt, vil den blive tilpasset i henhold til den kommende danske vejledning på området.

Udvælgelse af kriterier

PFA anvender i sin screening en kombination af sanktions- og normbaseret tilgang. Det betyder, at der screenes for om landet har handlet i strid med internationale sanktioner eller begået brud på PFA's retningslinjer og de internationale standarder, som PFA har forpligtet sig til at anvende ved underskrivelsen af FN Global Compact og PRI2.

På alle tre trin i screenings processen, vil aktuelle hændelsesforløb, der endnu ikke er medtaget i de anerkendte kilder, kunne vurderes så vigtige, at PFA's RI Board træffer beslutninger, der afviger fra det umiddelbare screeningsresultat.

01 De 3 trin vurderer alene et lands investeringsegnethed i forhold til PFA's retningslinjer for ansvarlige investeringer og tager ikke højde for kredit- og investeringsanalysen.

02 Screeningsprocessen er bygget op omkring integrering af princippet for nødvendig omhu som det er beskrevet i FN's vejledende principper om erhvervslivet og menneskerettigheder.

PFA's landescreening trin for trin

Screeningen baseres på 3 trin med udgangspunkt i alle investeringsmulige lande.

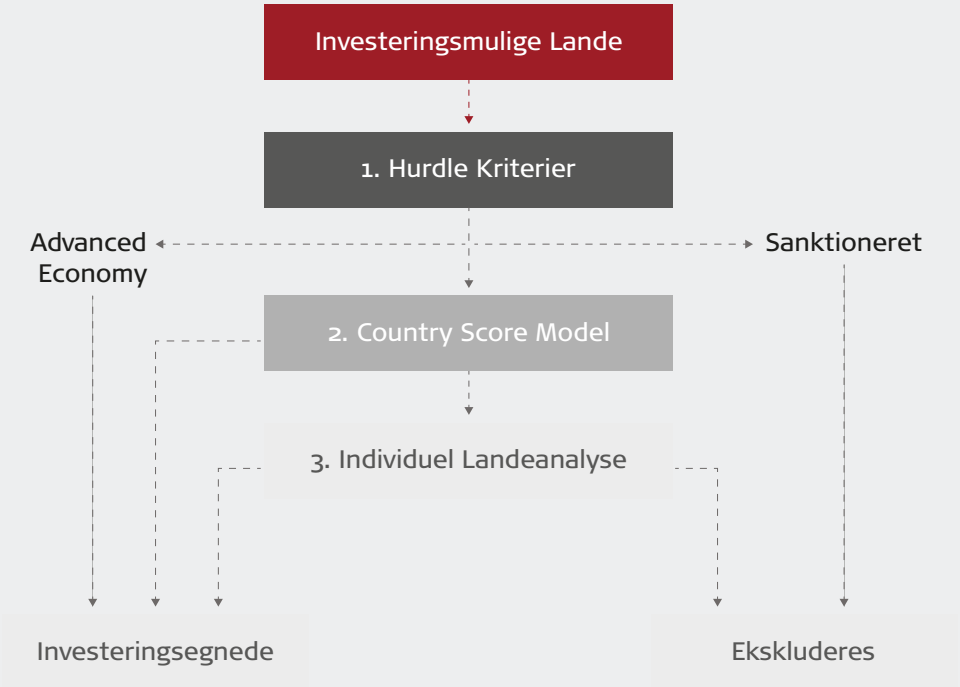
Investeringsmulige lande omfatter ca. 2/3 dele af alle verdens lande. Det betyder at der er en række lande som eksempelvis Nordkorea, Syrien og Iran der ikke er investeringsmulige lande samt en lang række lande, hvor det er praktisk umuligt, fordi de ingen obligationer har eller der intet marked eksisterer for dem.

1. Trin - Hurdle kriterier

Det første trin indeholder både minimum og maksimumskriterier og afgrænser derved direkte en række lande, der er henholdsvis umiddelbart egnede eller uegnede til investering. Resten går videre i screeningsforløbet:

A Er et land kategoriseret som "Advanced Economy" af IMF vil det automatisk blive accepteret som investeringsegnet. Dette kriterium betyder, at de lande der er omtrent på samme udviklingsniveau som Danmark anses som investeringsegnede.

B Er der internationale finansielle eller handelssanktioner imod landet vil det automatisk blive erklæret investeringsuegnet.



2. Trin – Country Score Model

Det andet trin, Country Score Modellen, indeholder en række internationalt anerkendte indikatorer og indeks, der dækker både menneskerettigheder, arbejdstagerrettigheder, miljø og anti-korruption. Det er en kvantitativ vurdering af landet, baseret på en række forskellige indikatorer, der er udvalgt for at belyse landets niveau i forhold til de 10 principper i FN Global Compact. Der anvendes i udgangspunktet indikatorer baseret på officielle og anerkendte kilder fra Verdensbanken, IMF og FN. Ved øvrige kilder tages der højde naturen og formålet med indekseringen. Hvert land rangeres i kategori 1, 2 eller 3 for hver indikator, i forhold til de andre lande, der ikke er IMF 'Advanced Economy'.

På baggrund af resultaterne i Country Score Modellen vurderer PFA's RI Board de lande, der skal gennemgå en kvalitativ individuel analyse.

3. Trin – Individuel landeanalyse

Det tredje trin, landeanalysen, er baseret på en række beskrivende indikatorer fra internationale anerkendte kilder som bl.a. skal bidrage til at afdække landets og befolkningens situation og udvikling på en række områder. Analysen vurderer om der er tale om forbedringer, stabilitet eller forværring i landet og om der i øvrigt er særlige forhold eller behov, der taler for at investere i landets udvikling og befolkning. Analysen udarbejdes på et standardformat, der består af en række målepunkter, som belyses ud fra forskellige kilder. Formålet med landeanalysen er at gå bag om de områder, hvor landet rangerer svagest i Country Score Modellen. Den bidrager dermed til at vurdere, om situationen i landet skyldes uansvarlig opførsel eller om der lægger andre årsager til grund.

På baggrund af analysen beslutter PFA's RI Board om landet er investeringsegnet eller ej.

Country Score Modellen er baseret på følgende indikatorer:

- Global Peace Index
- Freedom House Index
- Human Development Index
- Corruption Perception Index
- Worldwide Governance Indicators
- Press Freedom Index
- Doing Business Index
- Environmental Performance Index
- EIU Country Risk
- EIU Democracy Index

ADMINISTRATIONSFÆLLESSKABET
Unipension

Ansvarlige investeringer i statsobligationer

Unipensions procesmodel

Det følgende skitserer Unipensions håndteringen af ansvarlige investeringer i statsobligationer. Modellen er under implementering, hvorfor den endelige udformning kan variere fra det beskrevne.

Unipension investerer ca. 10 mia. kr. i Emerging Market Debt (EMD) ved benyttelse af eksterne forvaltere med den krævede ekspertise og erfaring indenfor emnet. EMD-forvaltning er meget resursetungt, da det kræver bred og dyb viden om hvert enkelt land og dermed et stort analytisk apparat. Unipension Fixed Income (FI) team udvælger og monitorerer de eksterne forvaltere, der alle har tilsluttet sig UN PRI. Ansvaret for, at investeringer foretages på et ansvarligt grundlag, ligger *in-house* i ESG- og FI teamet, der definerer investeringsrammerne for de eksterne forvaltere. Det sikrer, at investeringspraksis lever op til pensionskassernes krav om ansvarlighed og bedst muligt afspejler medlemmernes præferencer.

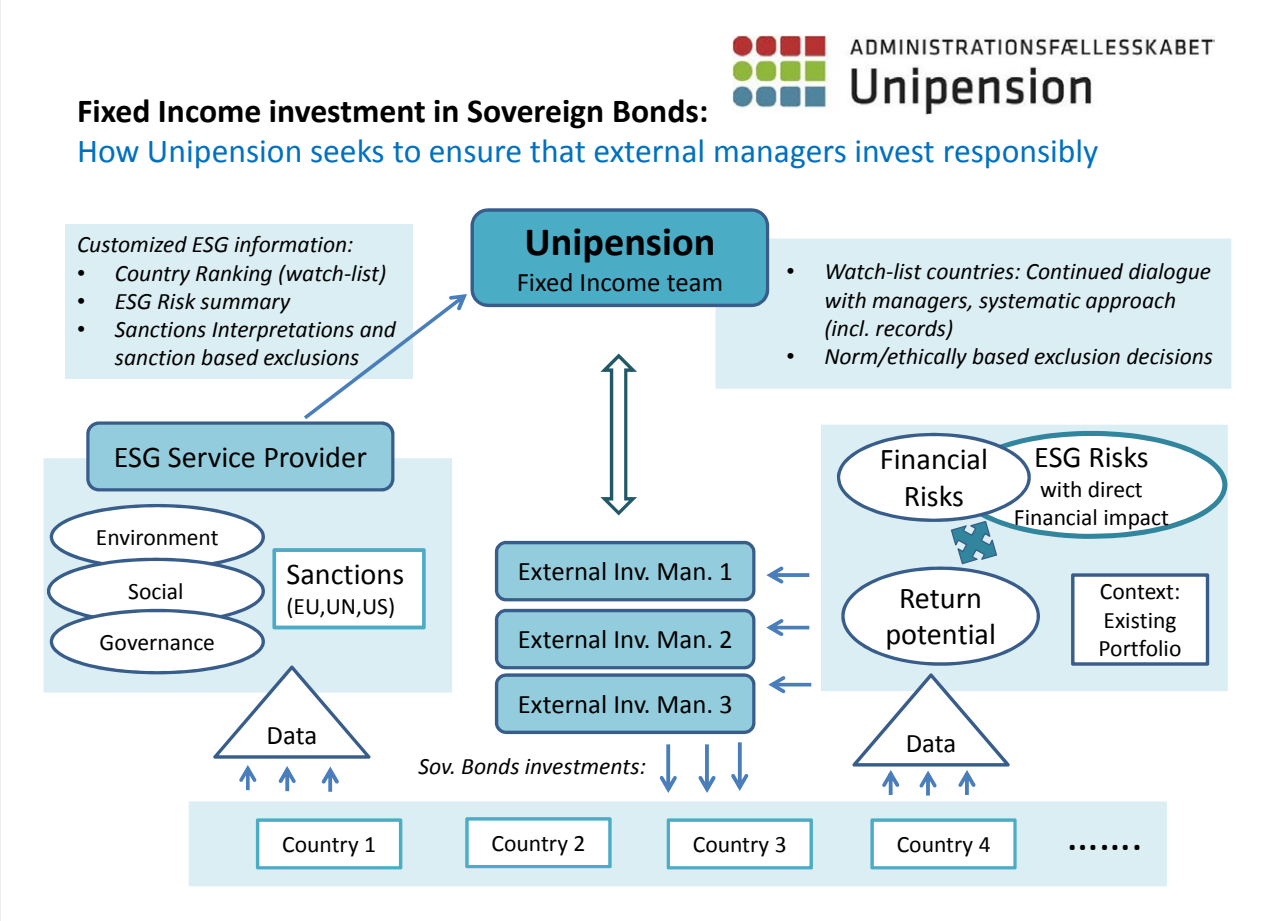
De eksterne forvalteres investeringsanalyse baserer sig på en integreret evaluering af finansiel risiko, afkastpotentiale og den aktuelle porteføljemæssige kontekst. Risikoanalysen inkluderer ESG-faktorer, der har en direkte eller indirekte effekt på et givet lands kreditværdighed, f.eks. institutionel styrke, politisk stabilitet, risiko for social uro, korruption samt afledte heraf. En del ESG-faktorer er derfor allerede indarbejdet i forvalternes vurdering af et land.

Unipension foretager i øjeblikket due-diligence i forbindelsen med ansættelsen af en ekstern *ESG service provider*. Denne ESG-specialist analyserer E-, S- og G-faktorer for hvert land samt overvåger og fortolker gældende internationale sanktioner. Denne ESG-analyse er mere omfangsrig end den eksterne investeringsforvalters risiko-analyse, som begrænser sig til faktorer, der med en vis rimelighed påvirker et lands kreditværdighed. ESG-specialisten leverer til Unipension 1) en fuld rangering af landene efter ESG-performance og for hvert land et ESG-risiko resumé, 2) en liste over lande, der af sanktionsbaserede årsager – eller andre årsager som defineret af Unipension – skal ekskluderes fra investeringsuniverset, og 3) en *watch-list* af særligt sårbare, *high ESG-risk* lande, der risikerer at blive ekskluderet fra investeringsuniverset, hvis aktuelle trends ikke forbedres. Rangeringen af landene sker ud fra en af Unipension godkendt vægtning af ESG-faktorer, således at Unipensions præferencer for ansvarlighed bedst muligt afspejles.

FI teamet har ansvar for, at lande til eksklusion bliver håndteret rettidigt og korrekt af de eksterne forvaltere. Teamet monitorerer *watch-list* landene tæt og har en kontinuerlig dialog med de eksterne forvaltere om udviklingen i disse lande – særligt såfremt de eksterne forvaltere ønsker at øge deres positioner heri. De eksterne forvaltere er pr definition fremadskuende i deres vurdering af lande, og det giver en god dynamik at sammenholde deres holdninger med ESG-specialistens, idet sidstnævnte af datamæssige årsager kan

have tendens til at være bagud skuende. Dialogen med de enkelte forvaltere dokumenteres systematisk, således at ESG-relaterede beslutninger kan genskabes og er let tilgængelige. FI teamet effektuerer norm- og etisk baserede beslutninger om eksklusion, der foretages i tæt samarbejde med ESG-teamet. At ansvaret herfor er placeret *in-house*, hvor pensionskasserens præferencer er bedst muligt klarlagte, sikrer konsistens på tværs af forvalterne.

Figur 1: Unipensions håndtering af ansvarlige investeringer i statsobligationer.



Nykredit

Nykredits retningslinjer for investering i statsobligationer

Nykredits investeringspolitik omfatter også investeringer i statsobligationer. Fundamentet er respekt for international ret og erkendelsen, at inddragelse af ESG kan bidrage til et godt resultat for investor. Investering i statsobligationer kan være et positivt bidrag til udviklingen i det pågældende land, men det forudsætter en opmærksom investor. Derfor er Nykredits retningslinjer opbygget i tre trin:

01 Udelukkelse af lande, der er omfattet af sanktioner mod finansielle transaktioner med bestemte lande eller mod ledende personer i det pågældende land.
02 Inddragelse af demokrati og menneskerettigheder i investeringsprocessen.
03 OECD's landerisikoklassifikation anvendes til løbende at overvåge investeringerne.

OECD's landerisikoklassifikation består af såvel finansielle som ikke-finansielle vurderinger. Hvis porteføljemanager ønsker at købe en statsobligation fra et land med laveste eller næstlaveste klassificering i OECD's landerisikoklassificering, så skal Nykredits udvalg for bæredygtige investeringer ud fra en specifik bæredygtighedsvurdering af landet beslutte, om investeringen er i overensstemmelse med Nykredits politik. Hvis ikke udelukkes landet.

Nykredits eksterne forvalter på statsobligationer fra udviklingslande anvender en overordnet ESG-rating samt vurderinger fra tænketanke og myndigheder om korruption, social udvikling, uddannelse mv. i et overordnet scorecard, der afgør om statsobligationen er en god investering. Overvejelserne i investeringsprocessen såvel som resultatet af den generelle overvågning deles med kunderne bl.a. gennem årsrapporten.