



B.Sc. ritgerð - Viðskiptafræði

Ábyrgar fjárfestingar: Hvatar og hindranir lífeyrissjóða og sjóðstýringafyrirtækja

Maí, 2022

Nafn nemanda: Ísak Máni Grant

Kennitala: 110698-3569

Nafn nemanda: Sara Júlía Baldvinsdóttir

Kennitala: 030998-3169

Leiðbeinandi: Friðrik Már Baldursson

Yfirlýsing um heilindi í rannsóknarvinnu

Verkefni þetta hefur hingað til ekki verið lagt inn til samþykkis til prófgráðu, hvorki héraðs né erlendis. Verkefnið er afrakstur rannsókna undirritaðra, nema þar sem annað kemur fram og þar vísað til skv. heimildaskráningarstaðli með stöðluðum tilvísunum og heimildaskrá.

Með undirskrift minni staðfesti ég og samþykki að ég hafi lesið siðareglur og reglur Háskólans í Reykjavík um verkefnavinnu og skilji þær afleiðingar sem brot þessara reglna hafa í för með sér hvað varðar verkefni þetta.

Dagsetning

Kennitala

Undirskrift

10.05.2022	110698-3569	Ísak Máni Grant
10.05.2022	030998-3169	Sigrún Júlía Baldvinsdóttir

Útdráttur

Ábyrgar fjárfestingar er aðferðafræði sem hefur verið að ryðja sér til rúms undanfarin ár og felur í sér innleiðingu á UFS þáttum (e. ESG topics) við fjárfestingarákvarðanir og við eignarhald fjárfestinga sem ætlað er að færa samfélagið nær sjálfbærni. Markmið rannsóknarinnar er að greina frá helstu hvötum og hindrunum sem eru til staðar við ábyrgar fjárfestingar lífeyrissjóða og sjóðstýringafyrirtækja á Íslandi. Stuðst var við eigindlegar rannsóknaraðferðir sem byggðust á djúpvíðtölum við tíu fulltrúa lífeyrissjóða og sjóðstýringafyrirtækja. Niðurstöður rannsóknar leiddu í ljós að hvatar sem og hindranir fjárfesta eru af ýmsum toga. Þróun innlendra löggjafar og alþjóðlegt samstarf hefur hvatt fjárfesta til frekari fjárfestinga í ábyrgum fjárfestingum. Auk þess ríkir trú á langtímaávinning og virðissköpun með auknu samtali milli fjárfesta og stjórnenda fyrirtækja með beitingu virks eignarhalds. Þá virðist sem að takmarkaðir fjárfestingarkostir innanlands hindri framgang innleiðingarinnar. Einnig kalla fjárfestar eftir skýrari löggjöf. Lítil þekking og reynsla á málefni virðist hamla framgangi ábyrga fjárfestinga á Íslandi.

Lykilorð: Sjálfbærni, ábyrgar fjárfestingar, lífeyrissjóðir, sjóðstýringafyrirtæki

Formáli

Ritgerð þessi er 12 ECTS-eininga lokaverkefni til B.Sc. gráðu í viðskiptafræði við Háskólann í Reykjavík. Höfundar þessa rannsóknarverkefnis eru Ísak Máni Grant og Sara Júlía Baldvinsdóttir. Markmið þess er að skýra frá hvötum lífeyrissjóða og sjóðstýringafyrirtækja á Íslandi til ábyrgra fjárfestinga og þeim áskorunum sem verða í vegi þeirra. Leiðbeinandi verkefnisins var Friðrik Már Baldursson, prófessor við Háskólann í Reykjavík, fær hann þakkir fyrir faglega leiðsögn og ganglegar ábendingar. Þá viljum við færa Bjarna Herrera sérstakar þakkir fyrir aðstoð við efnisval og leiðsögn. Einnig viljum við þakka Kristínu Jóhannesdóttur fyrir yfirlestur og viðmælendum rannsóknarinnar fyrir góðar móttökur og hvetjandi orð.

Efnisyfirlit

1 Inngangur	1
2 Fræðilegur bakgrunnur	3
2.1 Sjálfbær framtíð.....	3
2.1.1 Sjálfbærni.....	3
2.1.2 Samfélagsábyrgð fyrirtækja.....	4
2.2 Ábyrgar fjárfestingar	4
2.3 Aðferðafræði ábyrgra fjárfestinga.....	8
2.4 Skýrslugjöf, sáttmálar og staðlar	10
2.4.1 UN Global Compact - UNGC	11
2.4.2 Global Reporting Initiative - GRI.....	12
2.4.3 Samtök um ábyrgar fjárfestingar - UN PRI.....	12
2.4.4 UFS leiðbeiningar Nasdaq.....	13
2.4.5 Parísarsáttmálinn og Climate Investment Coalition - CIC	14
2.5 Ábyrgir fjárfestingarkostir.....	14
2.6 Hindranir ábyrgra fjárfestinga.....	19
2.7 Lífeyrissjóðir og sjóðsstýringarfyrirtæki.....	20
2.7.1 Lífeyrissjóðir á Íslandi.....	21
2.7.2 Sjóðsstýringarfyrirtæki.....	23
2.8 Ábyrgar fjárfestingar lífeyrissjóða	25
2.8.1 Umboðsskylda lífeyrissjóða	26
3 Aðferð	29
3.1 Rannsóknaraðferðir	29
3.1.1 Eigindleg rannsóknaraðferð.....	29
3.1.2 Fyrirliggjandi gögn	30
3.2 Viðmælendur	30
3.3 Framkvæmd og úrvinnsla.....	31
4 Niðurstöður	32
4.1 Hvatar lífeyrissjóða og sjóðsstýringafyrirtækja til ábyrgra fjárfestinga	32
4.2 Hindranir í ábyrgum fjárfestingum	35
5 Umræða	40
6 Lokaorð	45
6.1 Takmarkanir rannsókna	45
6.2 Tillögur að frekari rannsóknum.....	45
Heimildaskrá	47

Töfluskrá

Tafla 1: UFS mælikvarðar Nasdaq	13
Tafla 2: Stefnur um ábyrgar fjárfestingar og meðlimaskráning UN PRI	34

1 Inngangur

Ábyrgar fjárfestingar (e. Responsible Investments) er hugtak sem hefur fengið aukið vægi í fjárfestingarumræðu síðustu ára. Hugtakið felur í sér að fjárfestar taki mið af svokölluðum UFS þáttum (e. ESG indicators) í fjárfestingum sínum, en um er að ræða umhverfisþætti, félagsþætti og stjórnarhætti. Á síðastliðnum tveimur árum hefur fjórði stólpinn bæst við, en það er P sem merkir prosperity eða hagsæld á íslensku. Með þessum þáttum leggja fjárfestar mat á hvaða áhrif fyrirtækið eða verkefnið sem fjárfest er í hefur á umhverfið, samfélagið og hagsæld (á ensku oft kallað People, Planet, Profit) og hvernig þau muni stuðla að sjálfbærri framtíð.

Með tilkomu ábyrgra fjárfestinga hefur sjálfbærni verið innleidd á svið fjármála. Í fyrstu var algengast að notast við félagslega ábyrgar fjárfestingar (e. SRI) en í seinni tíð hafa fjárfestar snúið sér að UFS fjárfestingum en sú aðferðafræði er talin mun víðtækari. Formlega var greint var frá sambandi UFS þátta og fjárhagslegrar frammistöðu í fyrsta sinn árið 2006 þegar Sameinuðu þjóðirnar kunngerðu samtök um ábyrgar fjárfestingar (e. UN Principles for Responsible Investment [UN PRI]). Í stað þess að útiloka fjárfestingakosti lagði UN PRI það til að fjárfestar taki UFS þætti til greina við fjárfestingar sínar ásamt því að fjárfestar yrðu virkir eigendur við fjárfestingar en í því felst að virkja fyrirtæki og stjórnendur þeirra til að taka þessa þætti einnig til greina (Caplan o.fl., 2013). Þessar nýju áherslur í fjárfestingum hafa fengið fjárfesta á borð við lífeyrissjóði til að endurhugsa aðferðir sínar við fjárfestingar en þeir hafa ýmist verið hvattir til eða krafdir um að innleiða þessa þætti í starfsemi sína (Caplan o.fl., 2013).

Skiptar skoðanir hafa verið um það hvort þetta séu þættir sem lífeyrissjóðum ber að taka tillit til eða hvort þeir eigi að halda fjárfestingum sínum áfram án tillits til umræddra þátta. Þá eru Schazenbach og Sitkoff (2020) á því máli að innleiðing slíkrar aðferðafræði sé ekki skylda samkvæmt umboðsskyldu lífeyrissjóða en geti þó verið leyfileg. Samkvæmt Elliot o.fl. (2019) eru ýmsar áhættur tengdar m.a. loftslagsbreytingum sem hafa áhrif á fjárfestingar til lengri tíma og því sé mikilvægt að langtímafjárfestar líkt og lífeyrissjóðir taki UFS þætti til skoðunar.

Hvatar til ábyrgra fjárfestinga hafa aukist bæði með aukinni löggjöf og stöðlum. Þá má nefna breytingar sem urðu á lífeyrissjóðslögum árið 2017 þar sem lífeyrissjóðum var gert skylt að setja sér siðferðileg viðmið í fjárfestingum (Lög um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða nr. 129, 1997). Ávinningur þess að innleiða UFS þætti í

fjárfestingaferli hefur nokkuð verið rannsakaður. Þar má nefna rannsókn á vegum Morgan Stanley (2019) sem sýnir fram á að UFS innleiðing í fjárfestingarferli geti skilað betri ávöxtun með minni áhættu ásamt minni sveiflum í ávöxtun. Í rannsókn Eccles o.fl. (2016) er greint frá svipuðum niðurstöðum en þar var litið til áhættuleiðréttrar ávöxtunar og sýnt að hana má bæta með notkun „fremst meðal jafningja“ aðferðarinnar (e. Best-in-class). Ýmsir þættir hægja þó á framþróun ábyrgra fjárfestinga. Í skýrslu OECD nefna Boffo og Patalano (2020) m.a. fjölda matsaðila sem gefa út einkunnir byggðar á UFS þáttum sem hamlandi þátt. Þá getur misræmi þeirra á milli talist ein af þeim hindrunum sem hægja á framþróun og innleiðingu ábyrgra fjárfestinga. Friede (2019) er á sama máli en hann skiptir hindrunum eftir einstaklingsþáttum, markaðsþáttum og reglugerðarþáttum. Þar á meðal nefnir hann vanþekkingu fjárfesta, framboðsskort og óskýrt regluverk sem þætti sem hægja á þessari framþróun.

Markmið rannsóknarinnar er að gefa mynd af núverandi stöðu innleiðingar ábyrgra fjárfestinga hjá íslenskum lífeyrisjóðum og sjóðstýringarfyrirtækjum og jafnframt lýsa viðhorfum og framtíðarhorfum. Tekin voru djúpvíðtöl við fulltrúa umræddra aðila þar sem leitast var við að greina frá þeim hvötum og hindrunum í núverandi þróun ábyrgra fjárfestinga. Því eru rannsóknarspurningar okkar eftirfarandi: Hverjir eru hvatar lífeyrissjóða og sjóðstýringafyrirtækja til ábyrgra fjárfestinga? Hvaða hindranir eru í vegi þeirra?

Í upphafi ritgerðarinnar er fjallað um sjálfbærni og tengd hugtök. Þar á eftir er fjallað ítarlega um ábyrgar fjárfestingar þar sem greint er frá aðferðafræði, stöðlum og regluverki sem tengist þeim. Þá er fjallað um framboð ábyrgra fjárfestinga þar sem íslenskur skuldabréfamarkaður er skoðaður sérstaklega og borinn saman við skuldabréfamarkaði nágrannaþjóða okkar. Bent er á hindranir ábyrgra fjárfestinga en þar er meðal annars tekið mið af þeim þáttum sem komu fram fyrr í ritgerðinni. Því næst er fjallað um lífeyrissjóði og sjóðstýringarfyrirtæki á Íslandi. Gerð er grein fyrir starfsemi þeirra og litið er til ábyrgra fjárfestinga og stöðu þeirra, auk þess sem umboðsskyldan er skoðuð og samband hennar við ábyrgar fjárfestingar. Að því loknu er farið yfir rannsóknaraðferðir, gögn, framkvæmd og úrvinnslu gagna þar sem rannsóknin er útskýrð. Þar á eftir eru niðurstöður viðtala kynntar og rannsóknarspurningum svarað. Þá tekur við umræða um niðurstöður, fjallað um takmarkanir rannsókna og tillögur að frekari rannsóknum lagðar fram.

2 Fræðilegur bakgrunnur

2.1 Sjálfbær framtíð

Við öll stöndum frammi fyrir umfangsmiklum áskorunum sem varða jörðina, samfélög og efnahag heimsins. Allir þurfa að leggjast á eitt til að mæta þessum miklu áskorunum. Aðgerðir fjármagnseigenda geta þar skipt sköpum þar sem fjármagn er oftast en ekki drifkraftur breytinga. Fjármagnseigendur geta því lagt margt af mörkum þegar það kemur að sjálfbærri framtíð. Heimsmarkmið Sameinuðu þjóðanna (SDG) um sjálfbæra þróun er samansafn 17 markmiða sem teljast vera framkvæmdaáætlun í þágu mannkyns, jarðar og hagsældar (Festa, e.d.-a). Markmiðin voru samþykkt af aðildarríkjum Sameinuðu þjóðanna í september 2015 og skuldbundu ríkin sig þar til að leggja sig öll fram við að leysa ýmsar áskoranir sem herja á jarðarbúa fyrir árið 2030 (United Nations, e.d.). Finna má vísun í markmiðin í stefnum helstu fyrirtækja landsins. Einnig hefur færst í aukana að fyrirtæki tileinki sér hugtakið þreföld rekstrarafkoma (e. triple bottom line) en þar eru fyrirtæki hvött til að huga að samfélags- og umhverfisáhrifum rekstursins samhliða fjárhagslegri afkomu.

Þann 25. september 2020 var undirrituð viljayfirlýsing um fjárfestingar í þágu sjálfbærrar uppbyggingar. Forsætisráðherra Íslands undirritaði yfirlýsinguna fyrir hönd ríkisstjórnarinnar ásamt aðilum sem fara með yfir 80% af eignum á innlendum fjármálamarkaði. Í yfirlýsingunni staðfesta undirritunaraðilar gagnsemi fjárveitinga, fjárfestinga og útlánastarfsemi í sjálfbærri þróun. Um leið skuldbundu þessir aðilar sig til að birta stefnu um ábyrgar og sjálfbærar fjárfestingar (Festa o.fl., 2020).

2.1.1 Sjálfbærni

Árið 1987 gaf Alþjóðanefnd um náttúru og þróun (WCED) út skýrslu sem betur er þekkt sem Brundtland-skýrslan. Skýrslan kynnti hugtakið um sjálfbæra þróun (e. sustainable development) og skilgreindi hugtakið á eftirfarandi hátt: „þróun sem mætir þörfum samtímans án þess að draga úr möguleikum komandi kynslóða til þess að mæta þörfum sínum“ (Háskóli Íslands, e.d.). Skilgreining Brundtland-skýrslunnar er sú sem helst er vitnað til þegar það kemur að því að skilgreina hugtakið (Jarvie, 2016). Sjálfbær þróun tekur á málefnum umhverfis, félagslegra þátta og stjórnarháttá, betur þekkt sem UFS (e. ESG: Environmental, Social, Governance). Þessir þættir eru gjarnan viðmið fjármagnseigenda þegar meta þarf fjárfestingarkosti og þegar fjárfestingarákvarðanir eru teknar.

2.1.2 Samfélagsábyrgð fyrirtækja

Samfélagsábyrgð er vítt hugtak sem hefur, í sinni núverandi mynd, verið í stöðugri þróun frá árinu 1950. Ýmsar skilgreiningar hafa litið dagsins ljós en engin algild skilgreining er til um hugtakið (Carroll, 2016). Samkvæmt ISO 26000:2020 staðlinum er samfélagsleg ábyrgð skilgreind sem: „ábyrgð fyrirtækis á þeim áhrifum sem ákvarðanir þess og starfsemi hafa á samfélag og umhverfið sem öxluð er með gegnsærri og siðferðilegri háttsemi“ (*ÍST EN ISO 26000:2020*, 2020). Samkvæmt staðlinum ætti fyrirtæki sem sýnir samfélagslega ábyrgð að stuðla að sjálfbærri þróun, taka mið af væntingum hagsmunaaðila, fylgja gildandi lögum og samræmast alþjóðlega viðtekinni háttsemi (*ÍST EN ISO 26000:2020*, 2020). Þekkt framsetning samfélagslegrar ábyrgðar fyrirtækja (e. Corporate social responsibility, CSR) er píramídi Carroll þar sem hugtakinu er lýst í fjórum þáttum: Efnahagslegri ábyrgð, lagalegri ábyrgð, siðferðilegri ábyrgð og mannúðlegri ábyrgð (Carroll, 2016). Í tímaritsgrein sinni frá 2021 lýsir Carroll auknum áhuga viðskiptalífsins og hinu akademíska samfélagi á sjálfbærni fremur en samfélagsábyrgð fyrirtækja (CSR). Hann telur ástæðuna meðal annars vera þreytt fræðiheiti (e. fatigued nomenclature) CSR og nýjar hugmyndir sjálfbærni um velmegun haghafa í framtíðinni.

2.2 Ábyrgar fjárfestingar

PRI skilgreinir ábyrgar fjárfestingar sem stefnu og framkvæmd sem miðar að því að taka tillit til umhverfis- og félagslegra þátta sem og stjórnarháttanna við ákvarðanir um fjárfestingar og virkt eignarhald (UN PRI, 2020). Markmið ábyrgra fjárfestinga er því að draga úr áhættu fjármálagerninga og skapa sjálfbæra fjárhagslega afkomu til langs tíma (UN PRI, e.d.-d).

Mikil þróun hefur orðið í ábyrgum fjárfestingum og þeim útgefendum og fjárfestum sem gera grein fyrir málefnum UFS fjölgar ört. Aðferðafræði ábyrgra fjárfestinga er að færast til betri vegar og gagnsæi að aukast en vandinn felst þó í breytileika milli matsaðila. UFS einkunn (e. ESG rating) getur verið breytileg á milli matsaðila en það má meðal annars rekja til misræmis í skilgreiningum, vægi mælikvarða, mikilvægisþáttum (e. materiality) og hvernig gerð er grein fyrir þeim upplýsingum sem vantar (Boffo og Patalano, 2020). Það eru ýmis öfl sem ýta undir ábyrgar fjárfestingar en þar má nefna væntingar um betri langtímaávöxtun, lægri fjárfestingaráhættu, reglugerðir og kröfur hagsmunaaðila (Boffo og Patalano, 2020).

Þróun innlendra lögjafar

Löggjöf ábyrgra fjárfestinga hefur færst í vöxt síðustu ár með hárrí sveiflu eftir fjármálakreppuna 2008. Einnig hefur orðið vitundarvakning meðal stjórnvalda um hlutverk fjármálageirans við að mæta alþjóðlegum áskorunum (UN PRI, e.d.-d).

Í júlí 2017 tóku gildi breytingar á lögum nr. 129/1997 um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða er varðar ábyrgar fjárfestingar. Í 36. grein laganna má nú sjá að lífeyrissjóðum er skylt að setja sér siðferðileg viðmið í fjárfestingum (Lög um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða nr. 129, 1997). Engin nánari skilgreining á siðferðilegum viðmiðum fylgdi lagabreytingunni og var það því á ábyrgð lífeyrissjóðana að skilgreina hugtakið og yfirfæra á rekstur sinn. Í nefndarálitum frumvarpsins var athygli beint að því að lífeyrissjóðir starfa í þágu almennings og ætti því fjárfestingarstefna þeirra að endurspeglar almenn siðferðileg viðmið (Alþingi, 2016). Í 66. grein laga um ársreikninga nr. 3/2006 kemur fram að fyrirtæki skuli að lágmarki fjalla um umhverfis-, samfélags- og starfsmannamál og gera grein fyrir stefnu félagsins í mannréttindamálum og hvernig félagið spornar við spillingar- og mútumálum (Lög um ársreikninga nr. 3, 2006, 66.gr, 1. mgr.). Þau félög sem falla undir þá skyldu að birta ófjárhagslegar upplýsingar, sbr. 66. grein laga um ársreikninga nr. 3/2006, ásamt aðilum á fjármálamarkaði verður gert skylt fara eftir ákvæðum nýrrar reglugerðar ESB nr. 2020/852, einnig þekkt sem flokkunarreglugerðin (Fjármála- og efnahagsráðuneytið, 2022).

Flokkunarreglugerð Evrópusambandsins (ESB; e. EU Taxonomy) var samþykkt af Evrópusambandinu þann 18. júní 2020 og markaði það tímamót á sviði sjálfbærra fjármála innan sambandsins (IcelandSIF, 2020). Reglugerðin er grænt flokkunarkerfi sem eykur almennan skilning á umhverfissjálfbærri atvinnustarfsemi og leggur mat á það hvort atvinnustarfsemi megi teljast umhverfissjálfbær eður ei. Henni er þá ætlað er að veita fyrirtækjum traust verkfæri við breytingar í átt að loftslagshlutleysi (e. climate neutrality) og sjálfbæru hagkerfi. Reglugerðin greinir frá sex umhverfismarkmiðum Evrópusambandsins sem eru eftirfarandi:

- (1) Mótvægisáðgerðir gegn loftslagsbreytingum
- (2) aðlögunaráðgerðir að loftslagsbreytingum
- (3) sjálfbær notkun og verndun vatns og sjávarauðlinda
- (4) umbreyting í hringrásarhagkerfi
- (5) mengunarvarnir og eftirlit með mengun
- (6) verndun og endurheimt líffræðilegs fjölbreytileika og vistkerfa.

Atvinnustarfsemi þarf að uppfylla fjögur skilyrði til að viðurkennast sem umhverfissjálfbær:

- (1) Skila talsverðu framlagi til að minnsta kosti einu af umhverfismarkmiðunum
- (2) Hafa ekki skaðleg áhrif á eitthvert hinna umhverfismarkmiðanna
- (3) Starfa í samræmi við lágmarkskröfur alþjóðlegra reglna og staðla er varða félagslega þætti
- (4) Uppfylla tæknilegar viðmiðunarreglur sem hafa verið settar af framkvæmdastjórn ESB (Regulation (EU) 2020/852).

Reglugerðin hefur ekki verið innleidd í íslenskan rétt en hún fellur undir gildissvið samningsins um Evrópska efnahagssvæðið (EES). Þann 29. apríl 2022 samþykkti sameiginlega EES-nefndin ákvörðunina og er því næsta skref að hún verði tekin upp í EES-samninginn og tekin í gildi (Reglugerð um ramma fyrir sjálfbærri fjárfestingu og breytingu á reglugerð (ESB) nr. 852, 2020).

Sama dag samþykkti sameiginlega EES-nefndin reglugerð um upplýsingagjöf tengda sjálfbærni á sviði fjármálaþjónustu (Reglugerð um upplýsingagjöf tengda sjálfbærni á sviði fjármálaþjónustu (ESB) nr. 2088, 2019). Reglugerð Evrópuþingsins og ráðsins (ESB) 2019/2088, einnig þekkt sem SFDR (Sustainable Finance Disclosure Regulation), er ætlað að auka gagnsæi á markaði sjálfbærra fjárfestingarafurða, koma í veg fyrir grænþvott og auka gagnsæi í sjálfbærni staðhæfingum settar fram af aðilum á fjármálamarkaði (Eurosif, e.d.).

Drög að frumvarpi til laga um upplýsingagjöf um sjálfbærni á sviði fjármálaþjónustu og flokkunarkerfi fyrir sjálfbærar fjárfestingar var birt af fjármála- og efnahagsráðherra Íslands þann 24. febrúar 2022. Frumvarpið felur í sér ný heildarlög sem lögfasta reglugerð (ESB) 2019/2088 og (ESB) 2020/852.

Áhættudreifing og eftirspurn

Áhætta í tengslum við loftslagsbreytingar, ávinningur sem hlýst af jákvæðum félagslegum þáttum og góðum stjórnarháttum og alþjóðlega viðurkenndir staðlar um ábyrga viðskiptahegðun eru hluti af þeim atriðum sem munu í auknum mæli hafa áhrif ákvörðunartöku fjárfesta og viðskiptavina. Aukið fjárhagslegt verðmæti til lengri tíma og samræmi við gildi fjárfesta eru, meðal annara, þættir sem drífa áfram eftirspurn ábyrgra fjárfestinga (Boffo og Patalano, 2020).

Fræðimenn og sérfræðingar á sviði fjármála hafa síðustu ár varpað ljósi á nauðsyn samþættingar nýrra upplýsinga við eignastýringu. Þessi vitundarvakning hefur orðið vegna gagnrýni á takmörkunum hefðbundinna fjárfestingakenninga (e. common investment theories) og tilkomu nýrra áhættuþátta, þá einna helst sjálfbærniáhættu (Strakodonskaya, 2021). Árið 2019 birti Morgan Stanley Institute for Sustainable Investing niðurstöður

rannsóknar sem byggði á frammistöðu 10.723 sjóða frá árinu 2004 til 2018. Sjóðirnir í úrtakinu voru annars vegar flokkaðir sjálfbærir og hins vegar hefðbundnir. Niðurstöður rannsóknarinnar sýndu að arðsemi sjálfbærra sjóða væri í samræmi við þá hefðbundnu en áhætta til lækkunar (e. downside risk) var um 20% lægri í sjálfbærum sjóðum. Gögnin gefa skýr skilaboð um að á árunum 2004 til 2018 voru sjálfbærir sjóðir áhættuminni fjárfestingar. Þar að auki sýnir rannsóknin að þegar óvissa varir á markaði geta sjálfbærir sjóðir veitt fjárfestum aukinn stöðugleika (Morgan Stanley, 2019).

Niðurstöður Morgan Stanley fara á skjön við niðurstöður ElAfy o.fl. (2020) en þar var fjárhagsleg afkoma kauphallarsjóða (e. exchange traded funds) í COVID-19 faraldrinum rannsökuð. Rannsóknin gefur til kynna að betri sjálfbærni frammistaða kauphallarsjóða verndi fjárfestingar ekki gegn fjárhagstapi þegar alvarleg niðursveifla á markaði á sér stað. Umrædd rannsókn takmarkast þó við Kanadískan markað en rannsakendur hennar benda á að áhugavert væri að skoða áhrifin utan Kanada.

Langtímaávinningur UFS

Fræðimenn hafa lengi verið ósammála um sambandið milli UFS þátta og fjárhagslegrar afkomu fyrirtækja, þrátt fyrir margar fræðilegar rannsóknir sem sýna jákvætt samband þar á milli. Því hefur verið haldið fram að þær niðurstöður séu tvíræðar, ekki afgerandi eða jafnvel mótsagnakenndar. Þar að auki er deilt um hlutverk og áhrif fjármálageirans á umhverfi og samfélag (Bassen o.fl., 2015). Í yfirlitsrannsókn af meira en 2000 empírískum rannsóknum skoða Bassen o.fl. (2015) tengsl UFS þátta og fjárhagslegrar afkomu. Í niðurstöðum þeirra kemur fram að mörg tækifæri eru til yfirburða frammistöðu (e. outperformance) víðsvegar á mörkuðum, þá sérstaklega í N-Ameríku og nýmörkuðum (e. emerging markets). Einnig er bent á að markaðir sýna ekki fram á lærdómsáhrif (e. learning effects) varðandi þetta samband en frá miðjum tíunda áratug 19. aldar hafa jákvæð fylgnimynstur haldist stöðug yfir tímann. Helsta niðurstaða þeirra er þó sú að afstaða til ábyrgra fjárfestinga til lengri tíma sé mikilvæg fyrir alla skynsama (e. rational) fjárfesta til að framfylgja umboðsskyldu sinni. Þetta krefst nákvæmni og djúps skilnings á því hvernig innleiða eigi skilyrði UFS þátta í fjárfestingarferli til að ná fram mögulegri verðmætaaukningu sem þeir færa (Bassen o.fl., 2015). Þá eru Orsagh o.fl. (2018) á sama máli en þeirra rannsókn leiddi einnig í ljós að fjárfestingartækifæri sem hafa góð tök á málefnum UFS séu líklegri til að skila hærri ávöxtun til lengri tíma litið.

Amel-Zadeh og Serafeim (2018) skoðuðu hvers vegna og hvernig fjárfestar, aðallega stofnanafjárfestar, nota UFS upplýsingar. Niðurstöður rannsóknarinnar sýndu m.a. að

fjárhagslegir hvatar og kröfur frá viðskiptavinum eru meðal megin drifkrafta í innleiðingu UFS þátta í fjárfestingarákvarðanir þeirra. Einnig var það mat fjárfesta að jákvæð skimun og virkt eignarhald verði mikilvægar aðferðir í framtíðinni.

2.3 Aðferðafræði ábyrgra fjárfestinga

Ýmsar leiðir eru til ábyrgra fjárfestinga en fyrirtæki setja sér gjarnan stefnu um ábyrgar fjárfestingar þar sem fram kemur hvaða aðferðum skuli fyrst og fremst beitt. Þann 13. nóvember 2017 var stofnsamningur IcelandSIF (Iceland Sustainable Investment Forum) undirritaður af fulltrúum innlendra fjármálafyrirtækja, lífeyrissjóða og tryggingafélaga. IcelandSIF er umræðuvettvangur með það að markmiði að efla þekkingu fjárfesta á aðferðafræði ábyrgra og sjálfbærra fjárfestinga (IcelandSIF, 2017). Fjármagnseigendur geta nýtt aðferðir ábyrgra fjárfestinga við uppsetningu eignasafns og sem tól til að betrubæta UFS frammistöðu þess fyrirtækis sem fjárfest er í (UN PRI, e.d.-d). Aðferðirnar eru mis áhrifaríkar og nota fyrirtæki yfirleitt mismunandi samsetningar af eftirfarandi aðferðum:

Jákvæð skimun (e. Positive screening)

Jákvæð skimun á sér stað þegar fjárfestar setja sér tiltekin UFS viðmið og íhuga einungis þá fjárfestingavalkosti sem uppfylla þau viðmið (IcelandSIF, e.d.-a). Algengt er að aðferðinni sé beitt samhliða öðrum fjárfestingaraðferðum svo sem samþættingu UFS við verklag (e. ESG integration) eða þemafjárfestingar. Gjarnan er stuðst við alþjóðleg viðmið svo sem hnattrænt samkomulag Sameinuðu þjóðanna um siðferði og ábyrgð í viðskiptum (e. UN Global Compact), mannréttindayfirlýsingu Sameinuðu þjóðanna (e. UN Human Right Declaration) og viðmiðunarreglur OECD (UN PRI, 2020).

Neikvæð skimun (e. Negative screening)

Með neikvæðri skimun eru þeir fjárfestingavalkostir sem teljast óábyrgir á sviði sjálfbærni og samfélagsábyrgðar útilokaðir frá eignasafni fjárfesta (IcelandSIF, e.d.-a). Starfsþættir sem eru gjarnan útilokaðir eru m.a. framleiðsla tóbaks, umdeildra vopna, tilteknir flokkar jarðefnaeldsneytis og útgefendur sem brjóta gegn alþjóðasamningum sem falla undir UN Global Compact. Neikvæð skimun er talin vera algengasta skimun meðal fjárfesta en í úrtaki af sammingsaðlinum (e. signatories) PRI árið 2019 kom í ljós að 95% þeirra sammingsaðila sem skiluðu inn skýrslum um fjárfestingar í skuldabréfum (e. fixed income reporting) notuðu neikvæða skimunaraðferð á einn eða annan hátt (UN PRI, 2020). Samkvæmt alþjóðlegri

könnun Amel-Zadeh og Serafeim frá árinu 2018 er neikvæð skimun talin vera sú aðferð sem skapar minnsta fjárhagslega ávinning allra UFS fjárfestingaraðferða en hefur þó, samkvæmt úrtaki þeirra, hlutlaus áhrif á arðsemi (Amel-Zadeh og Serafeim, 2018).

Fremst meðal jafningja (e. Best-in-class investment selection)

Fremst meðal jafningja er tegund skimunar þar sem leiðandi fyrirtæki eða verkefni á ákveðnum sviðum verða fyrir valinu. Í ábyrgum fjárfestingum væru það fjárfestingarmöguleikar sem eru fremstir meðal jafningja sinna er varðar UFS þætti og fjárhagslegan ávinning (IcelandSIF, e.d.-a)

Virkt eignarhald (e. Active ownership)

Virkt eignarhald er þegar réttur eða staða eignarhalds er nýtt til þess að hafa áhrif á starfsemi eða hegðun þess fyrirtækis sem fjárfest hefur verið í. Þessar aðgerðir geta verið atkvæðagreiðslur og virkar samræður (e. active engagement) hluthafa og stjórnenda. Árið 2018 gaf PRI út leiðarvísi um virkt eignarhald í skráðu hlutafé. Í leiðarvísinum kemur fram að virkt eignarhald er almennt talið sem ein áhrifamesta leiðin til að draga úr áhættu, hámarka hagnað og hafa jákvæð áhrif á umhverfis- og félagsþætti. Rannsóknir hafa sýnt að ef rétt er að staðið hafa virkar samræður og kosningar í umboði þriðja aðila (e. proxy voting) margvísleg jákvæð áhrif, t.d. hærri fjárhagslega ávöxtun, aukin samskipti og aukna þekkingu. Aftur á móti geta lakar samræður og illa upplýstar kosningar í umboði þriðja aðila haft skaðleg áhrif á skipulagsheildina og fælt markfyrirtæki (Piani, 2018). Áhersla á virkt eignarhald má sjá í annarri reglu PRI: *Við ætlum að vera virkur eigandi sem tekur tillit til UFS bæði í eigendastefnum og í verki* (Iceland SIF, e.d.-b).

Áhrifafjárfestingar (e. Impact investing)

Áhrifafjárfestingar eru þær fjárfestingar sem gerðar eru með það að markmiði að hafa í för með sér jákvæðan og mælanlegan félagslegan og umhverfislegan ávinning samhliða þeim fjárhagslega (Global Impact Investing Network, e.d.). Áhrifafjárfestingar er algeng aðferðafræði innan ábyrgra fjárfestinga. Þeim má lýsa sem fjárfestingum sem eru gerðar með það meginmarkmið að skapa samfélagslegt virði og hafa áhrif, ásamt möguleikanum á fjárhagslegum ávinningi. Það sem aðgreinir áhrifafjárfestingar frá öðrum aðferðum ábyrgra fjárfestinga er að með áhrifafjárfestingum leitast fjárfestir við að skapa jákvæð áhrif á samfélag og umhverfi á meðan flestar aðrar aðferðir leitast við að lágmarka neikvæð áhrif (Cangioni og Clarkin, 2015).

Samþætting UFS við verklag (e. ESG integration)

Samþætting UFS við verklag á sér stað þegar skýr og kerfisbundin samþætting UFS málefna er innleidd í fjárfestingargreiningar og ákvarðanir. Við samþættinguna eru UFS þættir greindir sem og þeir fjárhagslegu og áhrif þeirra á frammistöðu nærumhverfis. Markmið samþættingarinnar er að minnka áhættu og/eða skila ávöxtun. Talið er að fjárfestingartækifæri sem hafa góð tók á málefnum UFS séu líklegri til að skila hærri ávöxtun til lengri tíma lítið (Orsagh o.fl., 2018).

Sjálfbærar þemafjárfestingar (e. Sustainability themed investment)

Við sjálfbærar þemafjárfestingar velja fjárfestar ákveðin þemu við val á fjárfestingum með sjálfbærni að leiðarljósi. Þemu geta m.a. verið græn orka, sjálfbær landbúnaður, loftslagsbreytingar, vatnsskortur o.s.frv. Sjóðir geta bæði verið einþema (e. single-themed) eða fjölþema (e. multi-themed) (UN PRI, 2018).

2.4 Skýrslugjöf, sáttmálar og staðlar

Mikil fjölgun hefur orðið á fyrirtækjum um allan heim sem gefa út samfélags- og sjálfbærnisráskýrslur. Aukningin er ekki einungis drifin áfram með breyttum lögum heldur einnig aukinni vitund fjármálageirans um áhrif umhverfis- og félagslegra þátta auk stjórnarháttanna á fjárhagslega afkomu og verðmæti fyrirtækja. Árið 2020 tók KPMG saman skýrslu þar sem 100 tekjuhæstu fyrirtæki 52 landa voru skoðuð. Samkvæmt könnuninni er Ísland neðan við alþjóðlegt meðaltal þegar það kemur að útgáfu sjálfbærnisráskýrsla og er því svigrúm til úrbóta. Um 80% fyrirtækja um allan heim gera grein fyrir sjálfbærni í skýrslugerð sinni en aðeins 52% íslenskra fyrirtækja samanborið við 98 % í Svíþjóð, 90% í Finnlandi og 77% í Noregi (KPMG, 2020). Fyrirtæki eru sögð birta sjálfbærnisráskýrslur í táknrænum og efnislegum tilgangi. Í táknrænum tilgangi er markmið með skýrslunni að bæta ímynd fyrirtækis og hafa jákvæð áhrif fyrir fyrirtækið. Í efnislegum tilgangi er ætlast til að fyrirtæki miðli upplýsingum um efnahagsleg, félagsleg og umhverfisleg áhrif fyrirtækis til haghafa (Ruiz-Blanco o.fl., 2022).

Undirmerkið tólfta Heimsmarkmiðs Sameinuðu þjóðanna um ábyrga neyslu og framleiðslu hvetur fyrirtæki til að greina frá framlagi þeirra til sjálfbærrar þróunar af sömu tíðni, nákvæmni og mikilvægi og greint er um fjárhagslega afkomu fyrirtækis. Markmiðið er svohljóðandi: „Fyrirtæki, einkum stór og alþjóðleg fyrirtæki, verði hvött til þess að innleiða

sjálfbæra þróun í starfsemi sína og veita upplýsingar um sjálfbærni í skýrslum sem gefnar eru út á þeirra vegum“ (Heimsmarkmiðin, e.d., Undirmarkmið).

Sjálfbærnisráðgjafar og upplýsingaöflun þeirra gegna mikilvægu hlutverki við markmiðasetningu, árangursmælingu og áhættustýringu fyrirtækja. Með tímanum geta fyrirtæki betur greint hvernig aðgerðir ætlaðar sjálfbærni hafa áhrif á fyrirtækið ásamt því að auka gagnsæi og traust til innri og ytri haghafa (Deloitte, 2020). Til eru ýmsir staðlar og leiðarvísar sem fyrirtæki geta stutt sig við í skýrslugjöf um sjálfbærni og samfélagsábyrgð. Í þessum kafla verður farið yfir þá helstu sem íslensk fyrirtæki nýta sér.

2.4.1 UN Global Compact - UNGC

UN Global Compact (UNGC) sáttmálinn frá árinu 2000 er alþjóðleg yfirlýsing gefin út af Sameinuðu þjóðunum. Ætlunarverk UNGC er að virkja alþjóðlega hreyfingu sjálfbærra fyrirtækja og hagsmunaaðila. Þau styðja fyrirtæki til að samstillast stefnur og starfsemi sína að viðmiðum UNGC og grípa til stefnumótandi aðgerða til að efla samfélagsleg markmið (UN Global Compact, e.d.). Sáttmálinn samanstendur af tíu grundvallarviðmiðum sem þýddur var af Félagi Sameinuðu þjóðanna á Íslandi og skiptast hann í fjóra eftirtalda flokka:

Mannréttindi

1. Fyrirtæki styðja og virða vernd alþjóðlegra mannréttinda.
2. Fyrirtæki fullvissa sig um að þau gerist ekki meðsek um mannréttindabrot.

Vinnumarkaður

3. Fyrirtæki styðja við félagafrelsi og viðurkenna í raun rétt til kjarasamninga.
4. Fyrirtæki tryggja afnám allrar nauðungar- og þrælunarvinnu.
5. Virkt afnám allrar barnavinnu er tryggt.
6. Fyrirtæki styðja afnám misréttis til vinnu og starfsvals.

Umhverfi

7. Fyrirtæki styðja beitingu varúðarreglu í umhverfismálum.
8. Fyrirtæki hafi frumkvæði að því að hvetja til aukinnar ábyrgðar gagnvart umhverfinu.
9. Fyrirtæki hvetji til þróunar og nýtingar á umhverfissvænni tækni.

Gegn spillingu

10. Fyrirtæki vinni gegn hvers kyns spillingu, þar með talið kúgun og mútum (Félag Sameinuðu þjóðanna, e.d., Hin tíu grundvallarviðmið).

2.4.2 Global Reporting Initiative - GRI

Global Reporting Initiative (GRI) eru alþjóðlegir staðlar sem ætlaðir eru að miðla upplýsingum um samfélagslega ábyrgð. Markmið GRI er að leggja fyrirtækjum lið við að sýna gagnsæi og taka ábyrgð á þeim áhrifum sem verða af starfsemi þeirra (Global Reporting Initiative, e.d.). Samkvæmt skýrslu KPMG frá 2020 kemur fram að GRI er ríkjandi alþjóðlegur staðall í sjálfbærnisráskýslugerð og hefur notkun hans aukist töluvert síðustu ár (KPMG, 2020). Fyrirtæki geta því borið saman efnahags-, umhverfis- og félagsleg áhrif sem verða af starfsemi þeirra á sambærilegan og trúverðugan hátt (Global Reporting Initiative, e.d.). Samkvæmt rannsókn Ruiz- Blanco o.fl. 2022 kom fram að þau fyrirtæki sem fylgja GRI stöðlum eru ólíklegri til að stunda grænþvott í sinni starfsemi.

2.4.3 Samtök um ábyrgar fjárfestingar - UN PRI

UN Principles for Responsible Investment (PRI) eru alþjóðleg samtök fjárfesta um ábyrgar fjárfestingar. Samtökin vinna samkvæmt þeirri trú að efnahagslega hagkvæm, sjálfbær alþjóðleg fjármálakerfi séu nauðsynleg í verðmætasköpun til lengri tíma lítið í þágu allra haghafa. Meginreglur PRI eru eftirfarandi:

1. Við munum taka mið af umhverfislegum og félagslegum þáttum og stjórnarháttum (UFS) við greiningu fjárfestingakosta og við ákvörðunartöku
2. Við ætlum að vera virkur eigandi sem tekur tillit til UFS bæði í eigendastefnum og í verki
3. Við munum kalla eftir viðeigandi upplýsingagjöf um UFS frá aðilum sem við fjárfestum í
4. Við munum beita okkur fyrir viðurkenningu á og innleiðingu þessara meginreglna í fjárfestingastarfsemi
5. Við munum vinna saman að því að efla árangur við innleiðingu meginreglna
6. Við skilum öll skýrslum um starfsemi okkar upplýsingum um árangur við innleiðingu meginreglnanna. (Iceland SIF, e.d.-b, UN PRI – Principles for Responsible Investment)

Við undirritun reglnanna skuldbinda fyrirtæki sig til að starfa í þágu langtímahagsmuna arfþega sinna og um leið stuðla að sjálfbærara alþjóðlegu fjármálakerfi. Samtökin vilja styrkja alþjóðlegt tengslanet af sammingsaðlinum (e. signatories) við samþættingu meginreglnanna við fjárfestingarákvarðanir og eignarhald (UN PRI, e.d.-a). Þá skuldbinda

samningsaðilar UN PRI sig til að að setja sér stefnu um ábyrgrar fjárfestingar en hún þarf að ná yfir UFS þætti og að minnsta kosti 50% eigna í stýringu. Ef samningsaðilar uppfylla ekki framangreind skilyrði á tveggja ára tímabili eiga þau í hættu með að vera afskráð úr samtökunum (UN PRI, e.d.-b). Í mars 2022 voru íslenskir samningsaðilar UN PRI 17 talsins, þar af sjö eignastýringarfyritækni, fimm lífeyrissjóðir og þrjú viðskiptabankar (UN PRI, e.d.-c).

2.4.4 UFS leiðbeiningar Nasdaq

Nýjasta uppfærsla UFS leiðbeininga Nasdaq var gefin út árið 2019 en leiðbeiningarnar samanstanda af 30 mælikvörðum og er ætlað að vera fyrirtækjum til stuðnings við upplýsingagjöf er varðar sjálfbærni og samfélagsábyrgð (Nasdaq, 2020). Á töflu 1 má sjá sundurliðun á mælikvörðum Nasdaq eftir flokkum umhverfispáttá, félagspáttá og stjórnarháttá.

Tafla 1

UFS mælikvarðar Nasdaq

Umhverfi	Félagslegir þættir	Stjórnarháttir
E1. Losun gróðurhúsalofttegunda	S1. Launahlutfall forstjóra	G1. Kynjahlutfall í stjórn
E2. Losunarkræfni gróðurhúsalofttegunda	S2. Launamunur kynja	G2. Óhæði stjórnar
E3. Orkunotkun	S3. Starfsmannavelta	G3. Kaupaukar
E4. Orkukræfni	S4. Kynjafjölbreytni	G4. Kjarasamningar
E5. Samsetning orku	S5. Hlutfall tímabundinna starfskrafta	G5. Siðareglur birgja
E6. Vatnsnotkun	S6. Aðgerðir gegn mismunun	G6. Siðferði og aðgerðir gegn spillingu
E7. Umhverfisstarfsemi	S7. Vinnuslysatiðni	G7. Persónuvernd
E8. Loftslagseftirlit/stjórn	S8. Hnattræn heilsa og öryggi	G8. Sjálfbæriskýrsla
E9. Loftslagseftirlit/stjórnendur	S9. Barna- og nauðungarvinna	G9. Starfsvenjur við upplýsingagjöf
E10. Mildun loftslagsáhættu	S10. Mannréttindi	G10. Gögn tekin út/sannreynd af ytri aðila

Umhverfispættir (U)

Með umhverfispáttum er átt við þau mál sem snerta gæði og virkni umhverfis og hins náttúrulega kerfis (UN PRI, 2018). Mælikvarðar umhverfispáttá fjalla fyrst og fremst um losun gróðurhúsalofttegunda, orkunotkun, vatnsnotkun, umhverfisstefnur og eftirlit (Nasdaq, 2020). Starfsemi allra fyrirtækja hefur á einn eða annan hátt áhrif á umhverfið hvort sem það eru ferðamátar starfsfólks, pappírnotkun, flokkun sorps o.s.frv.

Félagsþættir (F)

Fólk og samfélög eru helstu haghafar félagslegra þátta (UN PRI, 2018). Félagsþættir skipulagsheildar lúta að starfsmönnum þess, samfélaginu í kring og pólitísku umhverfi. Áskoranir vegna þessara þátta geta ýmist verið til skamms eða langs tíma og geta haft áhrif á fjárhagslega afkomu fyrirtækja (S&P Global, 2020b).

Stjórnarhættir (S)

Kynjahlutföll í stjórn, óhæði stjórnar, kaupaukar, siðferði og persónuvernd eru meðal þeirra málefna sem snerta stjórnarhætti skipulagsheildar (Nasdaq, 2020). Stjórnarhættir gefa í skyn þær reglur og verklag sem gilda hjá fyrirtækjum sem gerir fjárfestum kleift að skima eftir viðeigandi venjum. Oft er litið framhjá mikilvægi góðra stjórnarháttanna en rannsókn sem framkvæmd var af S&P Global leiddi í ljós að þau fyrirtæki sem eru langt undir meðallagi þegar kemur að góðum stjórnarháttum eru líklegri til að verða fyrir óstjórn og geta átt í hættu með að yfirsjáast viðskiptatækifæri sem standa þeim til boða (S&P Global, 2020a).

2.4.5 Parísarsáttmálinn og Climate Investment Coalition - CIC

Íslensk stjórnvöld hafa sett sér markmið um kolefnishlutleysi (e. carbon neutrality) árið 2040. Markmiðið er eitt af framlögum Íslands til Parísarsáttmálans en hann var samþykktur af 190 þjóðum árið 2015. Helsta markmið Parísarsáttmálans er að halda hlýnun jarðar undir 1,5 - 2 °C (Loftslagsráð, e.d.). Þrettán íslenskir lífeyrissjóðir hafa skrifað undir viljayfirlýsingu Climate Investment Coalition (CIC) sem felur í sér auknar fjárfestingar í hreinni orku og umhverfisvænum lausnum. Samtals ætla íslensku lífeyrissjóðirnir þrettán að fjárfesta fyrir 580 milljarða króna til ársins 2030 (Birta lífeyrissjóður, 2021a).

2.5 Ábyrgir fjárfestingarkostir

Skuldabréf

Á síðustu árum hefur útgáfa á sjálfbærum skuldabréfum, s.s. grænum, félagslegum og bláum skuldabréfum, sjálfbærni-tengdum, eða blöndu þarna á milli, aukist gífurlega. Climate Bonds Initiative notast við skammstöfunina GSS en það nær yfir græn, félagsleg og sjálfbærni skuldabréf (e. green, social and sustainability). Þar að auki eru sjálfbærni-tengd skuldabréf (e. sustainability-linked bonds (SLBs)) og umbreytingarskuldabréf (e. transition bonds), þegar talað er um þessar tegundir saman er notast við GSS+ skammstöfunina. Árið 2021 var útgáfa

slíkra skuldabréfa 1,1 trilljón dollarar, 46% hækkun frá 730,5 milljörðum árið 2020 (Harrison o.fl., 2022).

Græn og félagsleg skuldabréf eru, líkt og nöfnin gefa til kynna, skuldabréf sem ætlað er að hafa jákvæð áhrif á umhverfis- eða félagslega þætti. Í ljósi þess að græni skuldabréfamarkaðurinn er stærstur af sjálfbæra skuldabréfamarkaðnum verður sér umfjöllun um hann hér að neðan. Til félagslegra skuldabréfa teljast til dæmis verkefni sem taka á þáttum tengdum COVID-19 faraldrinum, félagslegt húsnæði, heilbrigðismál og menntun. Þá eru sjálfbærni skuldabréf tegund sem sameinar þessa tvo þætti, með það að markmiði að hafa jákvæð áhrif á bæði umhverfis- og félagslega þætti (Harrison o.fl., 2022). Útgefendur blárra skuldabréfa skuldbinda sig til að styðja við sjálfbærni í starfsemi tengdri hafi- og sjávarútvegi og eru einskönar undirmengi grænna skuldabréfa (Bajpai, 2021).

GSS+ skuldabréfum, að sjálfbærni-tengdum skuldabréfum undanskildum, fylgja skilyrði um ráðstöfun ágóða (e. use of proceeds, UoP). Skuldabréf með skilyrði um ráðstöfun ágóða gera kröfu á útgefandann að ágóði skuldabréfsins fari í raun og veru í verkefni sem uppfylla skilyrði þeirrar tegundar fjármögnunar sem útgáfan lofar. Ekki er gerð krafa um að megin starfsemi fyrirtækisins sé sjálfbær eða græn heldur er einungis gerð krafa um að þessu tiltekna skuldabréfi sé eingöngu ráðstafað í slík verkefni (International Capital Market Association, 2021).

Sérstakar kröfur eru gerðar á sjálfbærni-tengd skuldabréf. Með útgáfu sjálfbærni-tengdra skuldabréfa er útgefandi að skuldbinda sig til að ná fyrirfram ákveðnum árangri tengdum sjálfbærni og UFS viðmiðum innan ákveðins tímabils. Hér er ekki gerð krafa um notkun ágóða skuldabréfsins, heldur getur útgefandi ráðstafað ágóðanum eftir eigin hentisemi svo lengi sem fyrirfram settum markmiðum er náð. Ef útgefandi svíkst undan eða nær ekki settum markmiðum getur hann fengið sekt eða annars konar refsingu (International Capital Market Association, 2020).

Að lokum eru það umbreytingarskuldabréf, en þeim er ætlað að koma til móts við útgefendur sem eru í starfsemi sem mengar mikið og gætu þarf af leiðandi ekki fengið neinn grænan stimpil en eru að stíga skref í sinni grænu vegferð. Fyrirtæki sem hafa gefið út slík bréf starfa m.a. í námu-, járn- eða steypuvinnslu (Harrison o.fl., 2022).

Árið 2020 voru sjö útgefendur sjálfbærra skuldabréfa hérlendis. Þeir útgefendur eru Íslandsbanki, Landsvirkjun, Orkuveita Reykjavíkur, Reginn, Reykjavíkurborg, Félagsbústaðir og Lánasjóður sveitarfélaga. Einungis Félagsbústaðir gáfu út rauð skuldabréf, einnig þekkt sem félagsleg skuldabréf. Íslandsbanki er eini útgefandinn sem gaf út sjálfbærni skuldabréf, en var sú útgáfa stærsta sjálfbæra skuldabréfaútgáfa á Íslandi. Hinar útgáfurnar flokkast allar

undir græn skuldabréf (Tukiainen, 2021). Síðan þá hefur útgefendum fjölgað til muna, þar má helst nefna stóru viðskiptabankana sem gáfu út sín fyrstu grænu skuldabréf árið 2021.

Landsbankinn gaf út grænan skuldabréfaflokk að fjárhæð 300 milljóna evra snemma árs 2021. Töluverð eftirsókn var í útgáfuna en heildareftirspurnin nam tæplega milljarði evra frá meira en áttatíu fjárfestum (Landsbankinn, 2021). Þar á eftir gaf Arion banki út sitt fyrsta græna skuldabréf í júlí 2021. Upphæðin nam einnig 300 milljónum evra, en umframeftirspurn í þessu útboði var að sama skapi mikil, þar sem heildareftirspurn nam rúmlega 600 milljónum evra frá yfir 70 fjárfestum (Arion banki, 2021). Kvika banki fór einnig í sína fyrstu grænu skuldabréfaútgáfu á sama ári. Útgáfan nam 4500 milljónum íslenskra króna en þar var umframeftirspurn að fjárhæð 5420 milljónir króna (Kvika banki, 2021). Þar að auki gaf Háskólinn í Reykjavík út félagslegt skuldabréf, eða rautt skuldabréf að fjárhæð 12 milljarða króna þegar skólinn endurfjármagnaði húsnæði sitt. Mikil eftirspurn var eftir útgáfunni en kaupendur voru meðal annars verðbréfasjóðir, fagfjárfestar og lífeyrissjóðir (Háskólinn í Reykjavík, 2021).

Einnig gaf Brim út sín fyrstu bláu og grænu skuldabréf á árinu 2021 en útgáfan var jafnframt fyrst sinnar tegundar á Íslandi. Heildarútgáfa skuldabréfaflokksins nam 5000 milljónum króna að nafnverði (Brim, 2021).

Greinilegt er að gífurlega mikil eftirspurn er eftir útboðum á grænum skuldabréfum hérlandis. Ísland á þó langt í land í samanburði við aðrar Norðurlandþjóðir. Svíþjóð er áberandi lengst komin ef litið er til heildarupphæðar útgáfna og fjölda útgefenda en í lok árs 2020 höfðu 82 útgefendur gefið út græn skuldabréf fyrir um 42,1 milljarð Bandaríkjadala. Þar á eftir var Noregur, en þar voru 34 útgefendur sem gáfu út græn skuldabréf fyrir samanlagt 16,8 milljarða Bandaríkjadala. Þriðju eru Danir en þar voru níu útgefendur en heildar útgáfa þeirra nam 11,3 milljörðum Bandaríkjadala. Þar næst komu Finnar en þeir eiga 11 útgefendur sem samanlagt gáfu út græn skuldabréf fyrir 7,7 milljarða Bandaríkjadala. Á botninum er Ísland, þar voru einungis 5 grænir skuldabréfaútgefendur sem gáfu út fyrir samanlagt 0,8 milljarð Bandaríkjadala (Tukiainen, 2021). Séu þessar tölur skoðaðar með tilliti til vergrar landsframleiðslu (VLF) sama árs er staðan önnur. Græn skuldabréfaútgáfa var 7,78% af VLF Svíþjóðar, sem er enn fremst í flokki meðal Norðurlandþjóða. Þar næst var Noregur þar sem græn skuldabréfaútgáfa nam 4,64% af VLF. Ísland er nú komið ofar en græn skuldabréfaútgáfa var 3,68%, Danmörk fylgir fast á eftir með 3,17% og að lokum var það Finnland en græn skuldabréfaútgáfa þeirra nam einungis 2,86% af VLF (The World Bank, e.d.; Tukiainen, 2021).

Græn skuldabréf og grænþvottur

Græn skuldabréf eru algengust sjálfbærra skuldabréfa og eru sérstaklega hönnuð til að styðja við loftslags- og umhverfisverkefni. Jafnframt eru þau eitt helsta tól stjórnvalda og fjármálamarkaða til að stuðla að grænu hagkerfi og fjármálaumhverfi (Spinaci, 2022).

Útgáfur grænna skuldabréfa hafa aukist gífurlega á síðustu árum og algengt er að umframeftirspurn sé til staðar eftir útgáfum slíkra bréfa (Koch og Murphy, 2021). Samkvæmt samantekt Evrópuþingsins hefur markaður grænna skuldabréfa að meðaltali stækkað um 50% á ári hverju frá árinu 2015 til 2020 (Spinaci, 2022). Útgefendur grænna skuldabréfa njóta bæði góðs af því og af þeim góða orðstír sem fylgir grænni fjármögnun. Þessari aukningu í útgáfu grænna skuldabréfa getur fylgt aukin áhætta á grænþvotti, þar sem fyrirtæki sækjast í græna fjármögnun á röngum forsendum (Koch og Murphy, 2021). Grænþvottur á sér stað þegar fyrirtæki setja fram ýktar eða falsaðar umhverfisfullyrðingar til að afla fjár frá fjárfestum (Flood, 2022). ESMA (European Securities and Markets Authority) gaf nýlega út „Sustainable Finance Roadmap 2022-2024“ þar sem grænþvottur er skilgreindur sem ein af þremur stærstu áskorunum sem framundan eru fyrir sjálfbæran fjármálamarkað (ESMA, 2022).

SGS - Staðall fyrir græn skuldabréf

Framkvæmdastjórn Evrópusambandsins greindi frá þremur hindrunum á þróun markaðs grænna skuldabréfa í samantekt sinni um núverandi stöðu. Sú fyrsta er skortur á samkomulagi um sameiginlega skilgreiningu á þeim verkefnum og skuldabréfum sem kallast græn. Þær seinni eru flókið endurskoðunarferli grænna skuldabréfa og skortur á fjárfestingarhæfum verkefnum og eignum. Einnig taldi stjórnin að misleitni, skortur á gagnsæi og hagsmunaárekstrar væru möguleg vandamál ytri endurskoðunnar (Spinaci, 2022).

Evrópusambandið vinnur nú að útgáfu nýs staðals um græn skuldabréf, EU Green Bond Standard (EU GBS), sem verður sá fyrsti sinnar tegundar innan ESB. Staðalinn mun setja útgefendum grænna skuldabréfa auknar kröfur sem þeim ber að uppfylla ef fjármálaafurðin á að kallast græn. Þá er leitast við að koma á fót opinberum ESB staðli fyrir græn skuldabréf í takt við flokkunarreglugerðina (EU Taxonomy). Útgefendum grænna skuldabréfa er frjálst að nota staðalinn en verður þó óheimilt að kalla skuldabréfið „Evrópskt grænt skuldabréf“ (EuGB: European green bond) ef staðalinn er ekki uppfylltur. Evrópska verðbréfamarkaðseftirlitsstofnunin (ESMA) mun hafa eftirlit með skráningarkerfi og eftirlitsramma fyrir ytri endurskoðendum. Skráðir ytri endurskoðendum myndu tryggja að farið sé að ákvæðum GBS reglugerðar ESB og þá einna helst samþættingar fjármagnaðra verkefna

við flokkunarreglugerðina. Eftirlitshlutverk ESMA myndi gera henni kleift að rannsaka kvartanir, beita sektum og, ef þörf krefur, afturkalla skráningu (Spinaci, 2022).

Ábyrg hlutabréfaviðskipti

Ábyrg hlutabréfaviðskipti er frábrugðin sjálfbærum skuldabréfaviðskiptum að því leyti að hlutabréfin eru ekki gefin út sjálfbær og í rauninni eru bréfin sjálf ekki sjálfbær heldur eru það fyrirtækin sjálf sem þurfa að uppfylla ákveðin skilyrði til að falla að kröfum ábyrga fjárfestinga.

Fyrirtækjum er gefin einkunn út frá UFS viðmiðum og hvernig þau standa sig í hverjum þætti fyrir sig. Á Íslandi starfar alhliða greiningar- og matsfyrirtæki að nafni Reitun sem hefur boðið upp á sjálfbærnimöt frá árinu 2018. Hafa þau frá árinu 2020 framkvæmt UFS mat á öllum skráðum útgefendum hluta- og skuldabréfa í Kauphöll Íslands (Reitun, e.d.).

Á Evrópska Nasdaq markaðnum geta fyrirtæki sótt um græna merkingu en þar eru tvö konar merkingar í boði. Sú fyrri er Nasdaq Green Equity Designation en fyrirtæki sem eru með yfir 50% veltu sinnar frá starfsemi sem telst vera græn og stefna að áframhaldandi fjárfestingu í grænni starfsemi sinni geta óskað eftir henni. Sú seinni er Nasdaq Green Equity Transition Designation en hana geta fyrirtæki fengið sem stefna á metnaðarfulla umbreytingu í átt að grænni starfsemi og fjárfesta einnig stórum hluta í græna starfsemi sína. Tveir vottunaraðilar hafa leyfi til að veita þessar merkingar en það eru CICERO Shades of Green og Moody's ESG Solutions (Nasdaq, e.d.).

Aðferðafræði CICERO felst meðal annars í því að fara vandlega yfir tekjur og fjárfestingar fyrirtækja, sundurliða og gefa einkunn eftir mismunandi tónum af grænum (e. shades of green) frá dökkgrænum niður í ljósgrænan en einnig hefur verið bætt við gulum og rauðum, en sú aðferðafræði er einnig í samræmi við aðferðafræði sem EU Taxonomy hefur lagt til. Tónum er úthlutað eftir því hvernig tekju- og fjárfestingarstreymið endurspeglar aðlögun starfseminnar í átt að lágkolefna framtíð og hve sveigjanlegt það er gagnvart loftslagsbreytingum. Einnig tekur einkunnargjöfin mið af stjórnarháttum. Hér verður stuttlega farið yfir litakerfi CICERO:

- (1) Dökkgrænn: Verkefni og lausnir sem samræmast langtímasjónarmiðum um minni kolefnislosun og sveigjanleika gagnvart loftslagsbreytingum.
- (2) Miðlungs grænn: Verkefni og lausnir sem tákna skref í átt að langtímasjónarmiðum en eru ekki algjörlega fullnægjandi.

- (3) Ljósgrænn: Þennan lit fá aðgerðir til umbreytinga. Til þess teljast verkefni og lausnir sem gætu losað minna kolefni frá sér en ein og sér standa ekki fyrir, né leggja af mörkum til langtímasjónarmiða.
- (4) Gulur: Verkefni og starfsemi sem leggja ekki neitt af mörkum til umbreytinga, eru með þónokkra losun og gætu verið berskjölduð gagnvart loftslagsbreytingum. Í þennan flokk falla einnig aðgerðir sem of litlar upplýsingar eru til um til að meta þær.
- (5) Rauður: Verkefni og starfsemi sem gegna engu hlutverki í langtímasjónarmiðum. Hér er mesta losunin. Það sem fellur hér undir er mjög berskjaldað gagnvart loftslagsbreytingum og eru í hættu á að verða strandaðar eignir (e. stranded assets) (CICERO, e.d.).

Vandamál er hve margir mismunandi úttektaraðilar bjóða upp á þjónustu í UFS einkunnargjöf, en þá er mismunandi hvaða þætti hver úttektaraðili skoðar. Li og Polychronopoulos (2020) skiptu greiningaraðilum í þrjá flokka: (1) Notast einungis við opinber gögn án þess að bæta einhverju virðisaukandi við, (2) blanda saman upplýsingum úr opinberum gögnum og eigin gögnum, sameina eftir eigin aðferðafræði þar sem einkunn er að lokum gefin út, (3) einblína á einstök málefni eins og t.d. Carbon Disclosure Project sem mæla bara áhrif á umhverfið.

Líkt og Boffo og Patalano (2020) töluðu um í sinni skýrslu, er misræmi milli matsaðila einn af þeim þáttum sem hægja á þróun ábyrgra fjárfestinga. Þar að auki nefna þeir ógagnsæi í UFS einkunnagjöf og samræmingu á mikilvægisgreiningum og frammistöðu fyrirtækja.

2.6 Hindranir ábyrgra fjárfestinga

Hindranir ábyrgra fjárfestinga

Í yfirlitsrannsókn sinni skoðaði Gunnar Friede (2019) helstu hindranir sem fyrirtæki standa frammi fyrir við innleiðingu UFS þátta í fjárfestingarákvarðanir. Í henni ber hann kennsl á ákveðna meginþætti og hindranir innan þeirra. Fyrsti þátturinn er kenndur við einstaklinginn, þar koma fyrir þættir eins og hlutdrægni, trú og þekking þess sem fjárfestir. Hér spila saman þekking fjárfesta og geta þeirra til að innleiða ófjárhagslega þætti, líkt og UFS þætti, inn í fjárfestingarákvarðanir sínar (Friede, 2019). Þessu fylgir einnig hlutdrægni fjárfesta og trú þeirra á hlutverki sínu og getu. Algengt var að fjárfestar aðhylltust skammtímahyggju (e. short-termism) og höfnuðu þar af leiðandi UFS innleiðingum (Banerjee o.fl., 2017).

Þar á eftir nefnir Friede (2019) þætti sem tengjast markaðshliðinni. Meðal annars nefnir hann skort á framboði sem hindrandi þátt, en algengt er að þeir fáu kostir sem standa til boða séu torseljanlegir (e. illiquid). Þá nefnir hann vandann við að innleiða ófjárhagslega þætti eins og UFS þætti inn í hefðbundin verðmatslíkön, en þetta veldur því að fjárfestar kjósi frekar að líta framhjá UFS þáttum við fjárfestingarákvarðanir (Friede, 2019). Þar að auki skoðar hann hindranir á sviði reglugerðar. Þar má helst nefna umboðsskylduna, en hana má túlka á ýmsa vegu, bæði fylgjandi og andvíg innleiðingu UFS þátta. Óskýrt hlutverk umboðsskyldunnar gagnvart UFS þáttum hefur gert það að verkum að fjárfestar um allan heim hafa lagt mismunandi skilning í hlutverk sitt, þar sem fjöldi fjárfesta hefur kosið að líta ekki til UFS þátta (Friede, 2019).

Einn af þáttunum sem Friede nefnir á sérstaklega við um íslenska markaðinn, það er framboðsvandinn. Þessi tiltekna hindrun hefur allra helst á lífeyrissjóði landsins. Árið 2017 vann starfshópur á vegum fjármála- og efnahagsráðuneytisins skýrslu um erlendar fjárfestingar lífeyrissjóða og þar kom fram að stærð íslenska markaðarins er afar hamlandi fyrir lífeyrissjóðina. Þá verði ekki vænlegt að ávaxta jafn hátt hlutfall eigna þeirra innanlands og gert var á þeim tíma vegna þess hve mikið sjóðirnir hafa stækkað. Þetta gerir það að verkum að aukin fjárfesting erlendis verður óhjákvæmileg. Að lokum er nefnt að innlendir markaður muni fyrir eða síðar ekki nægja vaxandi lífeyrissjóðakerfi hér á landi (Agni Ásgeirsson, 2021).

Í kjölfar undirritunar íslenskra lífeyrissjóða á viljayfirlýsingu Climate Investment Coalition á COP26 fjallaði Innherji um kröfur lífeyrissjóðanna til grænna fjárfestinga. Þar gera stjórnendur frá Gildi og Stapa ráð fyrir að verulegur hluti fjárfestinga verði erlendis en það komi til með að ráðast af framboði grænna fjárfestingakosta hérlendis en því framboði getur fylgt mikil óvissa. Hætta á bóllumyndun getur skapast ef mikið fjármagn eltir takmarkaðan fjölda grænna fjárfestingakosta, en það ber að varast m.a. með fjárfestingum erlendis (Þorsteinn Friðrik Halldórsson, 2021)

2.7 Lífeyrissjóðir og sjóðsstýringafyrirtæki

Hluti af starfssemi sjóðstýringafyrirtækja er að vera rekstrarfélög eða rekstraraðilar sjóða um sameiginlegar fjárfestingar. Það eru þá m.a. framtakssjóðir, innviðasjóðir og skuldabréfasjóðir en þeir starfa á grundvelli laga nr. 116/2021 um verðbréfasjóði og laga nr. 45/2020 um rekstraraðila sérhæfðra sjóða. Lífeyrissjóðir taka gjarnan þátt í sameiginlegum fjárfestingum og úthluta þar með fjármagni og stýringu þess til sjóðstýringafyrirtækja.

Áhugavert er að kanna hvaðan krafa til ábyrgra fjárfestinga kemur í umræddu viðskiptasambandi. Hér á eftir verður fjallað um lífeyrissjóði og sjóðstýringarfyrirtæki í úrtaki rannsóknar og gerð er stuttlega grein fyrir stefnum þeirra í ábyrgum fjárfestingum.

2.7.1 Lífeyrissjóðir á Íslandi

Lífeyrissjóðir landsins eru umsvifamiklir í íslensku efnahagskerfi og getur fjárfestingarstefna þeirra haft margvísleg áhrif á efnahag og lífsgæði í landinu (Alþingi, 2017). Hlutverk lífeyrissjóða er að taka á móti iðgjöldum frá sjóðsfélögum, ávaxta þau og greiða út í formi lífeyris. Þrjár meginstoðir íslenska lífeyrissjóðskerfisins eru almannatryggingar, lífeyrissjóðir og frjáls einstaklingsbundinn sparnaður (Landssamtök lífeyrissjóða, e.d.-b). Í dag eru íslenskir lífeyrissjóðir 22 talsins en í desember árið 2020 var hrein eign allra lífeyrissjóða á Íslandi 5.723 milljarðar króna sem samsvaraði 194% af vergri landsframleiðslu Íslands (Landssamtök lífeyrissjóða, e.d.-a). Í lok febrúar 2022 nam hrein eign lífeyrissjóða 6.469,7 milljarðar króna (Seðlabanki Íslands, 2022). Í þessari rannsókn verður aðallega horft til fimm stærstu lífeyrissjóða landsins, en þeir eru Lífeyrissjóður starfsmanna ríkisins (LSR), Lífeyrissjóður verzlunarmanna (LV), Gildi, Birta og Frjálsi lífeyrissjóðurinn (Landssamtök lífeyrissjóða, e.d.-a).

Lífeyrissjóður starfsmanna ríkisins

Lífeyrissjóður starfsmanna ríkisins, LSR, var stofnaður árið 1919 og er hann elsti lífeyrissjóður landsins (LSR, e.d.). LSR setti sér stefnu í ábyrgum fjárfestingum árið 2019 þar sem greint er frá þeirri aðferðafræði sem sjóðurinn mun notast við í fjárfestingum sínum. Lífeyrissjóðurinn er langtímafjárfestir sem lítur svo á að UFS þættir hafi áhrif á ávöxtun og áhættu eigna til lengri tíma og þar af leiðandi mun sjóðurinn líta til þessara þátta við fjárfestingarákvarðanir sínar. Þá hefur sjóðurinn einnig skrifað undir viðmið Sameinuðu þjóðanna (UN PRI) ásamt því að vera einn af stofnaðilum IcelandSIF. Aðferðafræði LSR felst meðal annars í því að hvetja fyrirtæki sem fjárfest er í til að sýna gagnsæi í UFS þáttum og skýra frá þeim í ársskýrslum eða samfélagsskýrslum. Þessar kröfur eru gerðar til innlendra fjárfestinga, jafnt til óskráðra og skráðra félaga. LSR leggur einnig áherslu á að þriðju aðilar sem sjá um ákveðnar eignir sjóðsins, setji sér virka stefnu í ábyrgum fjárfestingum (LSR, 2019). Sjóðurinn er með hreina eign sem nemur 1.167,9 milljörðum króna, en þetta er 20,41% af íslenska lífeyriskerfinu (Landssamtök lífeyrissjóða, e.d.-a).

Lífeyrissjóður verzlunarmanna

Næst stærsti lífeyrissjóður landsins er Lífeyrissjóður verzlunarmanna en hann er einnig næst elsti lífeyrissjóðurinn, stofnaður árið 1956 (Lífeyrissjóður verzlunarmanna, e.d.). Eignir sjóðsins voru 1.013,2 milljarðar í árslok 2020, aðeins minna en hjá LSR (Landssamtök lífeyrissjóða, e.d.-a). Lífeyrissjóður verzlunarmanna stundar ábyrgar fjárfestingar með langtímaáættun sjóðsfélaga að leiðarljósi. Í starfsemi sinni styðjast sjóðsstjórar við aðferðafræði PRI ásamt því að horfa til UFS þátta (Lífeyrissjóður verzlunarmanna, 2021). Lífeyrissjóður verzlunarmanna hefur gefið út ítarlega og vandaða stefnu um ábyrgar fjárfestingar þar sem gerð er grein fyrir stefnu sjóðsins og aðferðafræði. Sjóðurinn lítur svo á að UFS þættir hafi áhrif til lengri tíma og sem langtímafjárfestir sé það skylda sjóðsins að taka þessa þætti til greina. Aðferðir sem sjóðurinn notar eru meðal annars skimanir, bæði jákvæðar og neikvæðar, virkt eignarhald og áhrifafjárfestingar (e. impact investing) (Lífeyrissjóður verzlunarmanna, 2021).

Gildi

Gildi lífeyrissjóður er mun yngri en þeir sem fjallað var um hér að ofan. Sjóðurinn var stofnaður árið 2005 þegar Lífeyrissjóður sjómanna og Lífeyrissjóðurinn Framsýn sameinuðust (Gildi lífeyrissjóður, 2020). Í lok árs 2020 var hrein eign sjóðsins 764,1 milljarðar, og er hann því þriðji stærsti lífeyrissjóður landsins (Landssamtök lífeyrissjóða, e.d.-a).

Lífeyrissjóðurinn hefur gefið út stefnu um ábyrgar fjárfestingar sem er höfð til hliðsjónar við fjárfestingarákvarðanir. Þar tekur sjóðurinn mið af UFS þáttum en leggur meiri áherslu á þessi sjónarmið við innlendar fjárfestingar. Ef félag sem sjóðurinn fjárfestir í gerist brotlegt í tengslum við umhverfis- og/eða félagsleg málefni segist sjóðurinn beita sér fyrir því að viðeigandi ráðstafanir verði gerðar. Sjóðurinn gerir ekki kröfur til þriðja aðila um að hafa gefið út sjálfbærnistefnu (Gildi lífeyrissjóður, 2020).

Birta

Yngsti lífeyrissjóðurinn sem er hér til umfjöllunar er Birta lífeyrissjóður. Hann var stofnaður í lok árs 2016 þegar Sameinaði lífeyrissjóðurinn og Stafir lífeyrissjóður sameinuðust og tóku upp nafnið Birta. Hrein eign Birtu í árslok 2020 var 491,4 milljarðar, og er sjóðurinn því fjórði stærsti lífeyrissjóður landsins (Landssamtök lífeyrissjóða, e.d.).

Birta hefur ekki gefið út sérstaka stefnu um ábyrgar fjárfestingar en greinir frá ýmsum þáttum því tengdu í fjárfestingastefnu sinni. Þá hefur Birta gefið út umhverfisstefnu en í

henni er sérstaklega horft til umhverfissjálfbærni í atvinnustarfsemi innlendra fyrirtækja sem sjóðurinn fjárfestir í. Birta lífeyrissjóður er aðili að UN PRI auk þess að vera einn að stofnaðilum samtakanna IcelandSIF (Birta lífeyrissjóður, 2021b).

Frjálsi lífeyrissjóðurinn

Frjálsi lífeyrissjóðurinn tók til starfa árið 1978 en þá aðeins sem séreignarsjóður. Það var svo árið 1999 sem tryggingardeild var stofnuð. Í júlí árið 2002 sameinuðust Lífeyrissjóðurinn Eining og Frjálsi lífeyrissjóðurinn en héldu starfsemi áfram undir nafninu Frjálsi lífeyrissjóðurinn (Landssamtök lífeyrissjóða, 2002). Sjóðurinn er í dag í rekstri Arion banka. Hrein eign sjóðsins var 334,6 milljarðar í lok árs 2020 en hann er fimmti stærsti lífeyrissjóður landsins (Landssamtök lífeyrissjóða, e.d.-a).

Frjálsi lífeyrissjóðurinn setti sér stefnu í ábyrgum fjárfestingum árið 2018 og hefur fylgt þeirri stefnu með góðum árangri en sjóðurinn hefur hlotið mikið lof frá aðilum á borð við Reitun og Investment Pension Europe (Frjálsi lífeyrissjóðurinn, 2021). Frjálsi lífeyrissjóðurinn er meðal annars hluti af UN PRI á vegum Sameinuðu þjóðanna og eru á meðal stofnenda IcelandSIF. Við gerð fjárfestingastefnu Frjálsa lífeyrissjóðsins eru UFS viðmið höfð til hliðsjónar þar sem sjóðurinn lítur svo á að þessir þættir hafi áhrif á ávöxtun og áhættu fjárfestinga til lengri tíma. Þar að auki gerir sjóðurinn kröfu til þeirra þriðju aðila sem sjá um fjárfestingar á þeirra vegum um að hafa sett sér stefnu í ábyrgum fjárfestingum og hafi þau gildi til hliðsjónar við mótun fjárfestingarstefnu sinnar (Frjálsi lífeyrissjóðurinn, 2020).

2.7.2 Sjóðstýringarfyrirtæki

Sjóðir gegna mikilvægu hlutverki á íslenskum markaði og geta þar af leiðandi haft mótandi áhrif á þróun ábyrga fjárfestinga hérlendis. Alls starfa sjö sjóðstýringafyrirtæki sem halda úti verðbréfasjóðum og sérhæfðum sjóðum á Íslandi, þar af eru þrjú í eigu stóru viðskiptabankanna. Í þessari rannsókn er rýnt í þá fjóra stærstu. Þá eru einnig önnur sjóðastýringafyrirtæki sem starfa eingöngu í þágu fag- og stofnanafjárfesta (Seðlabanki Íslands, e.d.-b). Fyrirtækin mynda sér öll eigin fjárfestingastefnur, þar á meðal stefnu í ábyrgum fjárfestingum, sem verða skoðaðar nánar hér að neðan. Einstaka sjóðir geta þá einnig verið með sérstakar áherslur og stefnur sem falla undir heildar stefnu fyrirtækisins.

Stefnir

Stefnir er í eigu Arion banka og annast rekstur alls 26 sjóða og er með um 271 milljarða íslenskra króna í virkri stýringu. Stefnir hefur verið framarlega í ábyrgum fjárfestingum en á árinu 2021 voru tveir nýir sjóðir stofnaðir með áherslu á sjálfbærni með mið af UFS stöðlunum ásamt því að líta til heimsmarkmiða Sameinuðu þjóðanna (Stefnir, 2021a).

Í lok árs 2018 innleiddi félagið stefnu um ábyrgar fjárfestingar en síðan þá hafa þrír sjóðir sem leggja sérstaka áherslu á sjálfbærni verið stofnaðir. Hjá Stefni hefur verið stofnað ESG ráð sem hefur það hlutverk að tryggja að unnið sé eftir þeim viðmiðum og markmiðum um ábyrgar fjárfestingar sem fyrirtækið hefur sett sér, en þar að auki er Stefnir aðili að UN PRI ásamt því að vera stofnaðili IcelandSIF (Stefnir, 2021b).

Íslandssjóðir

Íslandssjóðir eru dótturfélag Íslandsbanka. Hjá Íslandssjóðum eru alls 23 sjóðir í stýringu fyrir almenna fjárfesta. Þar að auki sjá þeir um rekstur sjö sérhæfðra sjóða en ásamt því hafa Íslandssjóðir sérhæft sig í fasteigna- og framtakssjóðum (Íslandssjóðir, e.d.). Í lok júní árið 2021 voru eignir í stýringu Íslandssjóða um 377 milljarðar íslenskra króna en á þeim tíma áttu rúmlega 11.000 einstaklingar hlutdeildarskírteini í sjóðum á vegum Íslandssjóða (Íslandssjóðir, 2021).

Íslandssjóðir settu sér stefnu í ábyrgum fjárfestingum sem tók í gildi árið 2019, þar sem sérstök áhersla er lögð á loftslagsmál í starfseminni og fjárfestingum á þeirra vegum. Stefnan einkennist af virku eignarhaldi og áhrifafjárfestingum. Íslandssjóðir beita neikvæðri skimun á erlendum mörkuðum en þeirri aðferð er aðeins beitt ef sjóðir eða fyrirtæki sýna ekki fram á bætingar. Fyrirtækjum og sjóðum er gefinn kostur á að vinna sig af útilokunarlista með því að vinna að viðeigandi umbótum (Íslandssjóðir, 2020). Ásamt þessu þá stýra Íslandssjóðir stærsta græna skuldabréfasjóði landsins, sem var jafnframt fyrstur sinnar tegundar á landinu (Íslandssjóðir, 2021).

Landsbréf

Landsbréf eru dótturfélag Landsbankans sem sérhæfir sig í sjóða- og eignastýringu. Sjóðir Landsbréfa sem eru aðgengilegir almennum fjárfestum eru 25 talsins. Ásamt því reka Landsbréf 12 sérhæfða sjóði en þeir standa almennum fjárfestum ekki til boða. Í lok júní árið 2021 voru Landsbréf með um 262 milljarða íslenskra króna í stýringu (Landsbréf, e.d.).

Stefna Landsbréfa um ábyrgar fjárfestingar tók í gildi í lok árs 2018 en ásamt því að innleiða stefnuna hafa þeir sett á laggirnar einn sjóð tileinkaðan sjálfbærni (Landsbréf, 2018).

Stefna þeirra í ábyrgum fjárfestingum er sett með reglur Sameinuðu þjóðanna, UN PRI, til hliðsjónar. Landsbréf leggja áherslu á samvinnu við fyrirtæki um að bæta UFS þáttum við rekstur þeirra fremur en að leita til neikvæðrar skimunar. Ekki er útilokað að leitað verði til neikvæðrar skimunar ef fyrirtæki gerist ítrekað brotlegt gegn ýmsum þáttum sem fara gegn lands- og/eða alþjóðalögum og samskipti við félagið hefur ekki skilað árangri (Landsbréf, 2018).

Kvika eignastýring

Kvika eignastýring er hluti af Kviku banka og veitir víðtæka þjónustu á fjármálamarkaði á borð við sjóðsstýringu, einkabankaþjónustu, fjárfestingarráðgjöf og framtakssjóði en heildar eignir í stýringu eru 468 milljarðar íslenskra króna (Kvika eignastýring, e.d.-b). Kvika eignastýring er með 15 verðbréfa- og fjárfestingarsjóði sem opnir eru öllum, 32 sérhæfða sjóði sem eru standa einungis fagfjárfestum til boða, þar af eru 14 opnir og 18 lokaðir (Kvika eignastýring, e.d.-a).

Kvika eignastýring hefur sett sér stefnu í ábyrgum fjárfestingum þar sem reglur Sameinuðu þjóðanna um ábyrgar fjárfestingar eru hafðar til hliðsjónar. Lögð er áhersla á hugsun og áhrif til lengri tíma með jákvæð áhrif á samfélagið að leiðarljósi, ásamt því að beita sér fyrir innleiðingu UFS þátta í þeim félögum sem fjárfest er í (Kvika eignastýring, 2020).

2.8 Ábyrgar fjárfestingar lífeyrissjóða

Sem stærstu fjármagnseigendur á íslenskum markaði gegna lífeyrissjóðirnir lykilhlutverki í stýringu fjármagns hér á landi. Þessu fylgir mikil ábyrgð og því er mikilvægt fyrir þessa þróun á Íslandi, að þeir séu tilbúnir að taka skrefið í átt að ábyrgari fjárfestingum líkt og sést hefur víðsvegar um Evrópu (Focke o.fl. 2021). Á síðustu árum hafa ábyrgar fjárfestingar aukist hjá markaðsaðilum, þar á meðal lífeyrissjóðunum, sem nú gefa flestir út sína eigin stefnu í ábyrgum fjárfestingum. Lífeyrissjóðir eru langtímafjárfestar með það meginmarkmið að veita sjóðsfélögum sínum trausta ávöxtun. Þegar litið er til langtíma ávöxtunar er ómögulegt að líta fram hjá þeim áhrifum sem áhersla á sjálfbæra fjárfestingakosti kann að hafa (Focke o.fl. 2021).

Þegar kemur að ábyrgum fjárfestingum lífeyrissjóðanna eru tveir þættir sem takast á. Annars vegar er það skyldan til að veita sjóðsfélögum sínum trausta ávöxtun til lengri tíma, en það er þeirra grunnskylda. Hins vegar er það krafan sem verður æ sterkari, um að fjárfesta

í ábyrgum og sjálfbærum eignum sem munu ekki hefta lífsgæði komandi kynslóða. Þetta þýðir að ramminn til að færa mikið til í eignasafni sjóðanna getur verið þröngur (Stewart 2020).

Árið 2019 birti UN PRI í samstarfi við UNEP-FI og The Generation Foundation, skýrslu sem ber heitið *Fiduciary Duty of the 21st Century*. Markmið skýrslunnar var meðal annars að hvetja stjórnvöld og aðra stefnumótandi aðila til að tileinka sér stefnuúrræði (e. policy measure) sem móta skyldur fjárfesta og annara aðila innan fjármálakerfisins til að taka mið af UFS þáttum í starfsemi sinni. Niðurstöður skýrslunar eru þær að UFS þættir gegna nú nauðsynlegu hlutverki fyrir langtíma ávöxtun og því væri það brot á umboðsskyldu fjárvörsluaðila að horfa ekki til þeirra þátta. Til að styðja þá fullyrðingu kemur fram að UFS þættir eru veigamiklir á fjárhagslegan mælikvarða en rannsóknir hafa sýnt að ef UFS greining er vanrækt gæti það skilað sér í röngu áhættumati sem leiðir til rangra fjárfestingarákvarðana. Kerfisbundnar áhættur eins og loftslagsbreytingar geta haft stórtæk áhrif á ákveðna geira, því myndi það falla undir umboðsskyldu fjárvörsluaðila að taka UFS þætti til greina (Elliot o.fl., 2019). Mikilvægt er að umboðsskylda sé vel og greinilega skilgreind svo hægt sé að skilja ábyrgar fjárfestingar lífeyrissjóðanna fyllilega.

2.8.1 Umboðsskylda lífeyrissjóða

Umboðsskylda (e. Fiduciary duty) er lagalegt hugtak sem skyldar fjárvörsluaðila, í þessu tilfalli lífeyrissjóðina, sem stýra fjármagni sjóðfélaga til að sinna því hlutverki á viðeigandi, faglegan og skynsaman hátt. Því fylgir að gerð er krafa um ákveðna ávöxtun og fjárhagsleg markmið sjóðsins sem honum ber að standast. Tilgangur umboðsskyldunnar er að verja sjóðfélaga gegn óstjórn og óviðeigandi fjárfestingarákvörðunum þeirra sem stýra fjármagninu (Strakodonskaya, 2021). Umboðsskyldan er afar mikilvæg þegar til staðar er ójafnvægi í þekkingu og getu til að hafa umsjón með aðgerðum umboðsmanns og því byggir reglan á miklu trausti og trúnaði milli umboðsaðila og umbjóðanda (Óli Freyr Kristjánsson, 2016). Þegar aðili gegnir umboðsskyldu gagvart öðrum aðila, er hann skyldaður til að hegða sér á þann hátt sem gagnast umbjóðandanum, yfirleitt fjárhagslega. Þá fer umboðsaðilinn með ákvörðunarvald fyrir hönd umbjóðanda síns (Cornell Law School, e.d.)

Umboðsskyldu má skipta upp í tvo meginþætti, annars vegar hollustuskylduna (e. Duty of loyalty) og hins vegar skynsemisskylduna (e. Duty of prudence). Skynsemisskyldan leggur ríkari áherslu á hegðun umboðsmanns en útkomu fjárfestingarákvarðana sem hann tekur. Reglan segir að hver sú fjárfesting sem gerð er með aðgát og almennri skynsemi sé leyfileg. Með þessu þyrfti umboðsmaður ekki að svara fyrir fjárhagslega frammistöðu

fjárfestinga sinna, heldur þeirra ástæðna sem liggja þar að baki (Richardson, 2007). Þar að auki ber umboðsmanni að taka fjárfestingarákvarðanir líkt og „grandvar maður“ myndi gera. Þetta felur í sér, líkt og áður kom fram, að ákvarðanir þurfa ekki endilega að skila jákvæðri niðurstöðu heldur frekar að byggja á upplýsingum sem lágu fyrir á þeim tíma sem ákvörðun er tekin, þ.e.a.s. grandvar maður gæti komist að sömu niðurstöðu og tekin var á þeim tíma (Óli Freyr Kristjánsson, 2016).

Hollustuskyldan kveður á um að umboðsaðili skuli starfa í góðri trú, gegn hagsmunaaðrekstrum, án tillits til eigin hagsmuna eða þriðja aðila, ávallt með hag umbjóðanda síns í fyrirrúmi (Richardson, 2007).

Umboðsskylda og UFS

Ákveðin siðferðisklemma á sér stað þegar talað er um ábyrgar fjárfestingar lífeyrissjóðanna. Hún kemur til vegna umræðunnar um hvort umboðsskylda lífeyrissjóðanna og stefna um ábyrgar fjárfestingar fari saman. Ætti lífeyrissjóður að horfa fram hjá arðbærri fjárfestingu ef hún uppfyllir ekki skilyrði um ábyrgar fjárfestingar? Slíkt gæti falið í sér brot á umboðsskyldu.

Lykilsilyrði fyrir því að fjárvörsluaðilar geti framfylgt umboðsskyldu sinni er að hægt sé að meta nákvæmt mikilvægi (e. materiality) áhættuþátta. Þegar fjárvörsluaðili getur metið alla áhættuþætti með fullnægjandi hætti, getur hann framfylgt umboðsskyldu sinni og tekið ákvarðanir umbjóðendum sínum í hag. Hingað til hefur fagfjárfesta skort staðla til að meta þessa UFS þætti, sem hefur verið ein helsta hindrun þeirra í ábyrgum fjárfestingum. Væru þessir staðlar til staðar, til að meta fjárhagslega áhættu út frá UFS þáttum, ættu þeir samkvæmt skynsemissreglunni að hafa töluverð áhrif á fjárfestingarákvarðanir fagfjárfesta (Strakodonskaya, 2021).

Hollustureglan og UFS

Skipta má fjárfestingum eftir UFS stöðlum upp í tvo flokka. Annars vegar viðbótar-ávinningss UFS fjárfestingastefnu (e. collateral benefit ESG) og hins vegar áhættu-ávinningss UFS fjárfestingarstefnu (e. risk-return ESG). Viðbótar-ávinningss UFS fjárfestingastefna er sú fjárfesting sem gerð er í þágu þriðja aðila eða vegna ákveðins boðskaps eða siðferðislegra viðhorfa fjárfestisins (e. moral or ethical reasons). Ákvarðanir eru teknar með það að markmiði að fjárfestingin hafi jákvæðar afleiðingar fyrir aðra aðila en einungis umbjóðandann. Ákvarðanir væru þar með teknar með tilliti til annarra þátta en eingöngu

fjárhagslegs ávinnings umbjóðanda, og væru þar af leiðandi brot á umboðsskyldunni (Schazenbach og Sittkoff, 2020).

Áhættu-ávinnings UFS aðferðafræði hefur það að markmiði að bæta áhættuleiðrétta ávöxtun eignasafnsins með notkun UFS þátta. Tilgangurinn er einfaldlega að veita umbjóðanda betri ávöxtun með minni áhættu. Meginmunurinn á þessum tveimur aðferðum er hugsunin bakvið fjárfestingarákvörðunina og tilgangurinn, en ekki ákvörðunin sjálf. Hægt er að taka sem dæmi fjárfestingu í olúfélagi. Með fyrri aðferðinni myndi fjárfestir sniðganga olúfélagið með það að markmiði að minnka mengun sem kemur frá félaginu, ákvörðunin væri tekin af siðferðilegum ástæðum. Síðari aðferðin gæti leitt að þeirri niðurstöðu að fjárfesting í olúféluginu væri ekki arðbær fjárfesting vegna áhættu sem stafar af lögsóknum, reglugerðum eða hvers kyns ósjálfbærum þáttum sem olúframléiðsla felur í sér og myndi þar af leiðandi stuðla að þeirri ákvörðun að fjárfesta ekki í félaginu. Hér komast aðferðirnar að sömu niðurstöðu, þ.e. að fjárfesta ekki í olúféluginu en aðferðir og ástæður sem liggja þar að baki eru ekki þær sömu (Schazenbach og Sittkoff, 2020). Hér sést hvernig áhættu-ávinnings ESG aðferðin er innan marka hollustuskyldunnar, en ekki viðbótar-ávinnings aðferðin.

Skynsemisreglan og UFS

Hér að framan var sýnt fram á að viðbótar-ávinnings (e. collateral benefit) aðferðin er ekki leyfileg innan ramma hollustureglunnar. Einnig var sýnt að áhættu-ávinnings (e. risk-return) aðferðin er leyfileg. Nú verða aðferðirnar tvær skoðaðar aftur en í þetta sinn með tilliti til skynsemisreglunnar. Ef fjárfestingarstefna á að teljast leyfileg samkvæmt skynsemisreglunni, verður að sýna fram á að stefnan muni gefa af sér betri ávöxtun með sömu eða minni áhættu (Schazenbach og Sittkoff, 2017). Samkvæmt þessu, gæti áhættu ávinnings UFS fjárfestingarstefna fallið undir regluna um hinn grandvara mann, líkt og ýmsar aðrar fjárfestingastefnur gera. Í lagalegum skilningi eru hvers kyns fjárfestingar leyfilegar svo lengi sem heildar eignasafnið er með nægjanlega áhættudreifingu og skilar fullnægjandi ávöxtun. Því er hægt að líta á áhættu-ávinnings fjárfestingarstefnu líkt og aðrar leyfilegar aðferðir sem leitast við að hámarka hagnað og lágmarka áhættu (Schazenbach og Sittkoff, 2020).

Tvenns konar UFS fjárfestingastefnur hafa nú verið skoðaðar út frá þeirri umboðsskyldu sem lífeyrissjóðir fylgja. Niðurstöðurnar eru tvær, sú fyrri að áhættu-ávinnings UFS fjárfestingastefna er heimil samkvæmt umboðsskyldunni, líkt og allar aðrar fjárfestingastefnur sem uppfylla skilyrði um áhættudreifingu og ávöxtun. Hin síðari er að hollustuskyldan kemur í veg fyrir viðbótar-ávinnings UFS fjárfestingastefnu í ljósi þeirra ástæðna sem liggja að baki þegar fjárfestingastefnan er sett. Þá hafa Schazenbach og Sittkoff

(2020) sett fram eftirfarandi skilyrði sem fjárvörsluaðili þarf að uppfylla svo hægt sé að framfylgja stefnu byggða á UFS stöðlum, án þess að brjóta gegn umboðsskyldunni:

- (1) Ef umboðsaðili sýnir fram á að fjárfestingarstefnan sé umbjóðanda í hag og muni hafa bein áhrif með bættri áhættuáðlögun
- (2) Ef hvati umboðsaðila á framkvæmd þessarar stefnu er fyrst og fremst að ná fram þessum beina ávinningi

Mikilvægt er að gera sér grein fyrir að þessi skilyrði virka ekki aðeins UFS fjárfestingum í vil. Sjái fjárvörsluaðili sama hag í því að framfylgja stefnu andvígri UFS stöðlum, getur hann gert það án þess að teljast brotlegur á umboðsskyldu sinni (Schazenbach og Sittkoff, 2020). Þá er gjarnan vísað í kenninguna um samval verðbréfa (e. Modern portfolio theory) eftir Harry Max Markowitz. Samkvæmt henni er ómögulegt fyrir UFS fjárfestingastefnu að búa yfir meiri áhættudreifingu en hefðbundin fjárfestingarstefna, þar sem UFS fjárfestingastefnur leitast oft við þá nálgun að útiloka fjárfestingakosti. Þar af leiðandi væri slík fjárfestingastefna áhættumeiri þar sem hún hefur ekki möguleika á sömu áhættudreifingu og aðrar hefðbundnar aðferðir og ætti ekki að vera heimil undir skynsemisreglunni (Latinovic og Obradovic, 2013). Þá er hægt að líta til UFS fjárfestinga þar sem notast er við Best-in-Class aðferðina. Í rannsókn sinni sýna Eccles o.fl. (2016) hvernig bæta megi áhættuleiðréttu ávöxtun með notkun þessarar aðferðar. Niðurstöður þeirra gefa til kynna að slíkar aðferðir skili sér í betri ávöxtun með minna flökki yfir tímabilið.

3 Aðferð

3.1 Rannsóknaraðferðir

Við rannsóknina var annars vegar stuðst við eigindlega rannsóknaraðferð (e. qualitative research), þ.e. djúpvíðtöl og öflun fyrirliggjandi gagna hins vegar. Með nefndum rannsóknaraðferðum var lagt upp með að svara eftirfarandi rannsóknarspurningum: Hver er hvati lífeyrissjóða og sjóðstýringafyrirtækja til ábyrgra fjárfestinga? Hvaða hindranir eru í vegi þeirra?

3.1.1 Eigindleg rannsóknaraðferð

Algennt er að nota eigindlegar rannsóknaraðferðir við gerð viðskiptarannsóknna. Þær aðferðir gera rannsakendum kleift að lýsa, afkóða, þýða og túlka hvers kyns fyrirbæri sem tekin eru

fyrir. Með eigindlegum aðferðum er leitast við að dýpka skilning rannsakenda með notkun ýmissa aðferða á borð við djúpvíðtöl, rýnihópa og vettvangskannanir (Copper og Schindler, 2014).

Í þessari rannsókn notuðust rannsakendur við djúpvíðtöl en þau veita rannsakendum ítarlegar og góðar upplýsingar þar sem rannsakendum gefst kostur á að lesa í svipbrigði og líkamstjáningu viðmælanda. Í djúpvíðtölum er notast við opnar spurningar sem gefa viðmælandanum færi á að tjá sig á opinn og frjálsglegan hátt og reynt að forðast einfaldar og lokaðar spurningar. Með því að leyfa viðmælandanum að tjá sig að vild er komist hjá því að mikilvægar upplýsingar komist ekki til skila auk þess sem rannsakendur geta spurt nánar út frá svörum viðmælanda sem getur skilað verðmætum upplýsingum (Bergsson, 2013).

3.1.2 Fyrirliggjandi gögn

Til fyrirliggjandi gagna teljast m.a. ársreikningar, fjárfestingastefnur, skýrslur og aðrar upplýsingar á heimasíðum þeirra fyrirtækja sem leitað var til við rannsóknina. Fyrirliggjandi gögn eru almennt þau gögn sem eru þegar til staðar og aðgengileg rannsakendum. Gögnin veita rannsakendum aðgang að miklu efni á hagkvæman hátt og geta einnig sparað mikinn tíma (Denscombe, 2014).

Markmið við úrvinnslu gagna er að finna rauðan þráð varðandi stefnu og framtíð íslenskra fjárfestinga og mögulegar úrbætur á núverandi fyrirkomulagi varðandi UFS-greiningar og tilkynningarskyldu. Gengið var úr skugga um að öll fyrirliggjandi gögn væru áreiðanleg áður en notast var við þau í rannsókninni.

3.2 Viðmælendur

Þýði rannsóknarinnar voru lífeyrissjóðir og sjóðstýringarfyrirtæki á Íslandi. Markvisst úrtak (e. Purposive sampling) var notað við val á viðmælendum rannsóknarinnar. Fimm stærstu lífeyrissjóðir landsins voru valdir og fjögur sjóðstýringafyrirtæki sem eru í eigu viðskiptabankanna. Til skoðunar voru Lífeyrissjóður starfsmanna ríkisins (LSR), Lífeyrissjóður verzlunarmanna, Gildi, Birta, Frjálsi lífeyrissjóðurinn, Stefnir, Íslandssjóðir, Landsbréf og Kvika eignastýring. Sendur var tölvupóstur til fulltrúa lífeyrissjóðanna og sjóðsstýringafyrirtækjanna með beiðni um viðtal. Óskað var eftir öðrum aðila innan skipulagsheildar ef fyrirspurn um viðtal um efni ritgerðarinnar ætti betur við hjá þeim aðila. Spurningalisti var sendur til þeirra viðmælanda sem óskuðu eftir. Sjá má spurningalista viðtala í viðauka. Viðmælendur samþykktu að koma fram undir nafni. Þeir aðilar sem veittu viðtöl fyrir hönd lífeyrissjóða og sjóðstýringarfyrirtækja voru:

- Lífeyrissjóður starfsmanna ríkisins - Halla Kristjánsdóttir og Berglind Bjarnadóttir, eignastýring
- Lífeyrissjóður verzlunarmanna - Tómas N. Möller, yfirlögfræðingu
- Birta - Soffía Gunnarsdóttir, forstöðumaður eignastýringarsviðs
- Frjálsi lífeyrissjóðurinn - Guðbjörg Þorsteinsdóttir, sérfræðingur markaða og Einar Gylfi Harðarson, sérfræðingur í eignastýringu fagfjárfesta.
- Stefnir - Kristbjörg M. Kristinsdóttir, fjármálastjóri
- Íslandssjóðir - Kristín Jóna Kristjánsdóttir, fjárfestingastjóri eignastýringar
- Kvika eignastýring - Kristinn Jóhannes Magnússon forstöðumaður stofnanafjárfesta og Vaka Jóhannesdóttir sjóðsstjóri

Ekki fengust viðtöl við Landsbréf og Gildi lífeyrissjóð þrátt fyrir ítrekaðar tilraunir.

3.3 Framkvæmd og úrvinnsla

Viðtölin fóru fram á starfsstöðvum viðmælenda á tímabilinu 17. febrúar til 7. apríl 2022. Almennu voru viðmælendur áhugasamir um efni rannsóknar og því viljugir til að miðla þekkingu sinni og reynslu. Viðtölin voru hljóðrituð á snjallsíma rannsækenda, með leyfi viðmælenda og rituð í kjölfarið. Spurningalista viðtala má sjá í viðauka. Við úrvinnslu viðtala voru þau tekin saman í þemu og voru þau kóðuð þegar öll viðtöl höfðu farið fram. Ákveðið var að nota tvö yfirþemu sem endurspeglu rannsóknarspurningarnar og voru þau annars vegar hvatar til ábyrgra fjárfestinga og hins vegar hindranir við innleiðingu ábyrgra fjárfestinga.

Undirflokkar hvata voru:

- (1) Löggjöf
- (2) Alþjóðlegt samstarf og stefnur
- (3) Aukin umræða
- (4) Ávinningur.

Undirflokkar hindrana voru:

- (1) Skortur á fjárfestingarkostum á Íslandi
- (2) Óskýr löggjöf
- (3) Takmörkuð þekking og reynsla
- (4) Umboðsskylda
- (5) Grænþvottur

4 Niðurstöður

Í þessum kafla eru gerð skil á helstu niðurstöðum rannsóknarinnar. Niðurstöðurnar eru kynntar í tveim meginþeimum sem endurspegla rannsóknarspurningar verkefnisins, þ.e. hvötum til ábyrgra fjárfestinga og hindrunum sem verða í vegi lífeyrissjóða og sjóðstýringafyrirtækja. Þá eru svör viðmælenda borin saman og leitast við að svara þeim rannsóknarspurningum sem settar voru fram.

4.1 Hvatar lífeyrissjóða og sjóðstýringafyrirtækja til ábyrgra fjárfestinga

Mikil þróun hefur orðið í málefnum ábyrgra fjárfestinga á Íslandi síðustu ár. Þó hugmyndafræði um ábyrgar fjárfestingar hafi átt sér lengri sögu voru viðmælendur einróma um að upphaf núverandi bylgju hafi átt sér stað árin 2017/2018 en færst mikið í aukana síðustu tvö til þrjú ár. Þá segir Soffía frá Birtu þetta hafa verið byltingu sem hafi þurft á sínum tíma og fólk hafi verið byrjað að átta sig á því hve mikið málefni ábyrgra fjárfestinga skipta raunverulega miklu máli. Segir hún hvatann koma frá samfélaginu, tíðarandanum og vitundarvakningunni. Þó töluðu viðmælendur einnig um auknar áherslur um góða stjórnarhætti eftir hrun, sem að hluta til markaði upphaf ábyrgra fjárfestinga.

Aðspurð hvaðan hvati til ábyrgra fjárfestinga kemur í sambandi lífeyrissjóða og sjóðstýringafyrirtækja segir Kristbjörg hjá Stefni að miklar breytingar hafi orðið síðustu ár en spurningar um ábyrgar fjárfestingar eru farnar að vera hluti af kostgæfnisathugun (e. due diligence) lífeyrissjóða. Þar er sjóðstýringafyrirtækjum gert skylt að greina frá stefnum sínum, aðferðafræði og afstöðu til ýmissa málefna, bæði innlendir og erlendir rekstraraðilar. Segir Berglind frá LSR það einna helst vera hlutverk sjóðstýringafyrirtækja að uppfylla kröfur lífeyrissjóðanna um ábyrgar fjárfestingar við útivistun fjárfestinga. Eru þær Vaka frá Kviku og Soffía frá Birtu sammála um að krafan til ábyrgra fjárfestinga hafi fyrst og fremst komið frá lífeyrissjóðum og segir Vaka það hafa orðið til þess að þau hafi farið að þróa vöruframboð sitt.

Löggjöf

Svo virðist sem að lagabreytingar frá 1. júlí 2017 hafi haft umfangsmikil áhrif á lífeyrissjóði landsins og hafi að miklu leyti markað upphaf þeirrar þróunar sem við höfum séð síðustu ár. Viðmælendur voru margir sammála um að umrædd lagabreyting hafi komið á fót meiri umræðu innan skipulagsheildarinnar. Soffía hjá Birtu segir að á sínum tíma og lengi eftir hefði hún viljað hafa lagabreytinguna skýrari en með tímanum hafi hún talið þessa tvíræðu

lagabreytingu vera af hinu góða. Hún segir það hafa ýtt undir ígrundun siðferðislegra viðmiða hvers og eins og þeirra lífeyrissjóðs.

Þá nefnir Tómas frá Lífeyrissjóði verzlunarmanna (hér eftir nefnt LV) að umfangsmikið regluverk ESB réttar sem kemur inn í íslenskan rétt í gegnum EES samninginn sé hluti af þeim hvata til að auka áherslu á ábyrgar fjárfestingar. Segir hann innleiðingu tveggja reglugerða ESB, SFDR og EU Taxonomy, ásamt tengdu regluverki gera það að verkum að málefni UFS muni verða með lögformlegum hætti hluti af umboðsskyldunni. Í framtíðinni telur hann að aukinn kraftur verði lagður í ábyrgar fjárfestingar og segir það vera vegna lagakrafna og ytra umhverfis. Nánar verður fjallað um löggjöf í niðurstöðum um hindranir.

Alþjóðlegt samstarf og stefnur

Málefni ábyrgra fjárfestinga hafa lengi verið í brennidepli á alþjóðlegum vettvangi. Viðmælendur voru á sama máli um yfirburðaþekkingu erlendra aðila og hve seint Íslendingar fóru að innleiða ábyrgar fjárfestingar. Talar Soffía hjá Birtu um að hafa fundið fyrir mikilvægi þessara málefna á erlendum vettvangi áður en farið var að taka þeim föstum tókum á Íslandi og nefnir hún sérstöðu Norðurlandanna í þeim efnum. Þá nefna nokkrir viðmælendur þáttöku sína í Climent Investment Coalition en segir Tómas hjá LV það veita aðgengi að tengslaneti og upplýsingaflæði.

Í töflu 2 má sjá gildistöku nýjustu stefnu viðmælenda í ábyrgum fjárfestingum. Allir hafa sett sér sérstaka stefnu í ábyrgum fjárfestingum fyrir utan Birtu lífeyrissjóð sem fjallar um málefni í fjárfestingarstefnu sinni. Þá segir Kristín hjá Íslandssjóðum að stefna þeirra um ábyrgar fjárfestingar hafi verið innblásin af norski fyrirmynd þar sem horft var til Storebrand. Talar Einar, fulltrúi Frjálsa, um erlend eignastýringarfyrirtæki sem hafa innleitt heilsteypt ferli við innleiðingu UFS þátta og hafa þau horft til þeirra við mótun á þeirra stefnu. Segist Kristinn hjá Kviku hafa fundið fyrir auknu vægi umræddra málefna á kynningum erlendis og fyrstu spurningar þar yfirleitt vera um aðgerðir og stefnur ábyrgra fjárfestinga.

Tafla 2

Stefnur um ábyrgar fjárfestingar og meðlimaskráning UN PRI

	Núgildandi stefna um ábyrgar fjárfestingar	UN PRI meðlimaskráning
LSR	12. júní 2019	22. desember 2006
LIVE	30. september 2021	16. júní 2006
Birta	Fjárfestingarstefna 2022	20. júní 2007
Frjálsi	18. nóvember 2021	27. desember 2017 (Arion)
Stefnir	18. febrúar 2021	31. janúar 2018
Kvika	4. september 2020	24. ágúst 2020
Íslandssjóðir	19. maí 2020	3. janúar 2017

Aukin umræða

Öll þau fyrirtæki sem hér hafa verið til umfjöllunar voru stofnaðilar IcelandSIF árið 2017. Félagið hefur það að markmiði að efla umræður um ábyrgar og sjálfbærar fjárfestingar en talaði Kristín hjá Íslandssjóðum um þá umræðu sem skapaðist á milli aðildarfélaga í kjölfar lagabreytinga lífeyrissjóðalaganna 2017. Þar sammæltust aðildarfélögin um það að samþætta UFS þætti í fjárfestingarstefnu feli í sér að setja sér siðferðileg viðmið.

Allir þátttakendur rannsóknarinnar eru meðlimir UN PRI. Í töflu 2 má sjá hvenær aðilarnir urðu meðlimir samtakanna. Ein meginregla UN PRI er að meðlimir séu virkir eigendur og töluðu viðmælendur um mikilvægi þess að nýta atkvæðisrétt á aðalfundum, spyrja spurninga og krefjast þess að fyrirtæki setji sér stefnur er varða málefni UFS. Aðspurð hvernig Stefnir getur haft jákvæð áhrif á sjálfbæra þróun segir Kristbjörg það helst vera í samtalinu við forsvarsmenn fyrirtækja og útgefenda. Virkt eignarhald ýtir því undir aukna umræðu, bæði innan skipulagsheildar og í þeim fyrirtækjum sem fjárfest er í.

Þá segir Kristín hjá Íslandssjóðum að margar hindranir hafi verið yfirstignar síðustu ár þar sem hún telur viðhorf fólks hafa breyst í garð ábyrga fjárfestinga en telur hún það mikilvægt að sofna ekki á verðinum og halda umræðunni lifandi. Talar Tómas hjá LV um að samtalið innanlands sé að verða liprara og að lífeyrissjóðir geti stutt hver annan sem hópur í umræddum málefnum. Tekur Soffía hjá Birtu í sama streng og segir að samtöl lífeyrissjóða séu opin og heiðarleg og finnur hún fyrir mikilli grósku í samtalinu. Tala Vaka og Kristinn hjá Kviku þá einnig um mikilvægi þess að halda í gagnsæið og telur Kristinn það vera kost hérlandis hve gagnsæ samskiptin hafa verið.

Ávinningur

Aðspurður um helstu hvata eða ávinning til ábyrgra fjárfestinga minnir Tómas hjá LV á að hlutverk lífeyrissjóða sé að taka á móti iðgjöldum, ávaxta þau og greiða út lífeyri en bætir við:

„... það er fjárhagslegur ávinningur og fjárhagslegur hvati verður alltaf að vera í forgrunn. En svo held ég að menn séu bara að átta sig á því að honum verður ekki almennilega sinnt, þeim hagsmunum, nema horfa skipulega til umhverfisþátta og félagslegra þátta og þá styður það okkur á þessari vegferð.“ (Tómas N. Möller, munnleg heimild, 5. apríl 2022).

Þá segir hann einnig að þó fjárhagslegi hvatinn sé sá helsti sé mikilvægt að horfa til langs tíma fremur en að horfa einkum á skammtíma ávöxtun. Lífeyrissjóðir eru langtíma fjárfestar og ber því skylda gagnvart komandi kynslóðum að gæta hagsmuna þeirra. Talar Kristinn hjá Kvikku um að fjárhagslegi ávinningur ábyrgra fjárfestinga muni raungerast fyrr en fólk telji sér trú um.

Talar Soffía hjá Birtu um þá áhættu sem felst í því að fjárfesta í fyrirtækjum þar sem umhverfisþættir, félagslegir þættir eða stjórnarþættir eru í ólagi. En bætir við að tækifæri leynist í þeim fyrirtækjum sem eru móttækileg fyrir umbótum. Tekur Berglind hjá LSR í sama streng og segir jafnvel meiri ávinning felast í því að taka þátt í umbreytingarferli fyrirtækja. Í tengslum við ávöxtun og umboðsskyldu nefnir Tómas að framsýn fyrirtæki geti styrkt samkeppnisstöðu sína og nefnir bréf Larry Fink, framkvæmdastjóra og stjórnarformann Black Rock, þar sem rætt er um samkeppnisforskot fyrirtækja sem hafa sett sér stefnu um kolefnishlutleysi (e. netzero policy).

4.2 Hindranir í ábyrgum fjárfestingum

Skortur á fjárfestingakostum

Aðspurður um fjárfestingakosti lífeyrissjóðanna segir Tómas hjá LV að lífeyrissjóðurinn sé að vissu leyti háður framboði fjármálagerna hér á landi sem getur gert þeim erfitt fyrir við að framfylgja settri stefnu. Því sé það jákvætt skref að lífeyrissjóðir fái að fjárfesta erlendis í auknum mæli þar sem stærri markaður gefur þeim kost á að leita í fjármálagjörninga sem gera þeim kleift að framfylgja stefnum sínum.

Þær Halla og Berglind hjá LSR taka í sama streng og nefna einnig að stærð lífeyrissjóðanna geti verið hamlandi á íslenskum markaði sökum stærðar sjóðanna og smæðar markaðarins. Því væri gott bæði fyrir lífeyrissjóðina og íslenska markaðinn ef sjóðirnir gætu

fjárfest meira erlendis. LSR tók þátt í flestum grænum útboðum á síðasta ári en segja þörf á fleiri möguleikum á innlendum markaði.

Soffía frá Birtu lífeyrissjóði nefnir, í tengslum við þetta, gjaldeyrishöftin og áhrif þeirra. Vegna gjaldeyrishaftanna hafi sjónum að mestu verið beint á innlandan markað. Þá er hún einnig sammála kollegum sínum og segir það jákvætt að lífeyrissjóðirnir fái aukna heimild til að fjárfesta erlendis. Það geti stafað hætta af því að lífeyrissjóðir fari að bítast um eignir hér á landi ef þeir geta ekki farið með fjármagnið neitt annað, sem myndi leiða til bóllumyndunar og óraunhæfs verðlags.

Hjá Stefni nefnir Kristbjörg að fáir útgefendur séu á Íslandi og því sé erfitt að ætla að útiloka ákveðna fjárfestingamöguleika þar sem tækifæri til áhættudreifingar eru nú þegar mjög takmörkuð á innlendum markaði. Þar að auki nefnir hún framboðsskort vera eina helstu hindrun stofnanafjárfesta þegar kemur að ábyrgum fjárfestingum og að þetta sé eitthvað sem allir markaðsaðilar og ríkið þurfi að taka til sín. Varðandi erlendar fjárfestingar lífeyrissjóðanna telur Kristbjörg að það sé líklegt að þeir leiti í auknum mæli til erlendra valmöguleika ef þeim verður gefinn kostur til að mæta eftirspurn þeirra á ábyrgum fjárfestingakostum.

Kristinn og Vaka hjá Kvikú Eignastýringu nefna þó að grænt vöruframboð á innlendum fjármálamarkaði er að aukast og nefna þar Reykjavíkurborg, Orkuveituna og fasteignafélögin. Þetta sé vonandi merki um stækkandi mengi. Þar að auki taka þau undir fyrri ummæli um framboðsskort innanlands og nefna að Ísland sé enn á ákveðnum byrjunarreit.

Óskýr löggjöf

Þema sem kom fram í öllum viðtölunum var löggjöfin en hún er talin vera óskýr og þar að auki nefna viðmælendur gríðarlegt magn mismunandi staðla sem getur skapað misræmi á markaði. Meirihluti viðmælenda kalla eftir skýrari löggjöf og telja óskýra löggjöf geta hægt á þróuninni. Ásamt því telja viðmælendur að óskýr löggjöf auki hættuna á grænþvotti.

Tómas hjá LV telur að það væri kostur fyrir okkur að vera með skýrara regluverk en við erum með í dag og nefnir að löggjöfin innan Evrópusambandsins sé mun lengra komin. Líkt og kemur fram í lögum eiga íslenskir lífeyrissjóðir að setja sér siðferðileg viðmið í fjárfestingum sínum. Hann bendir á að innan Evrópusambandsins er beinlínis mælt til að lífeyrissjóðir setji sér viðmið um ábyrgar UFS fjárfestingar í stefnu sinni og ef þeir gera það ekki þá verði þeir að útskýra það. Það svigrúm er mjög þröngt. Hann tekur fram að LV beiti aðferðafræði ábyrga fjárfestinga, byggt að miklu leyti á UNPRI en einnig líta þeir mikið til

danskra lífeyrissjóða. Að mati Tómasar myndu skýrari heimildir og skyldur verða til að aðferðafræðinni verði beitt í ríkari mæli.

Berglind og Halla hjá LSR telja löggjöfina ekki vera hindrun en vilja þó að hún verði gerð skýrari. Þar að auki vilja þær sjá skýrari ramma yfir grænar fjárfestingar og hvað það er nákvæmlega sem telst vera „grænt“. Þar líta þær til Evrópureglugerðarinnar og vona að hún skýri málin. Í sambandi við það hvernig bætt löggjöf getur skýrt þessi mál nefna þær álitamál um það hversu grænt fyrirtæki er sem kolefnisjafnar reksturinn sinn en vinnur ekki að minni útlosun. Væri fyrirtæki sem vinnur markvisst að því að minnka útlosun sína grænna en það sem kolefnisjafnar bara?

Kristbjörg hjá Stefni nefndi að á Íslandi er mikið af bréfum og útgefendum sem gefa ekki upplýsingar sem hægt er að vinna eftir. Taka má íslenska ríkið sem dæmi, en það var mikill eftirbátur í þessum efnum. Ríkisskuldabréf eru í mörgum sjóðum og eignasöfnum. Það sem hefur alltaf vantað er úttekt á útgáfu ríkisins en nýlega kom út grænn sjálfbærnirammiríkisins sem er mikið framfaraskref. Þetta er einn partur af þúsi sem þarf að koma saman, en það mun taka tíma. Einnig vantar samræmi milli staðla, aðilar virðast vera að drukkna í stöðlum og upplýsingagjöf.

Kristbjörg telur að löggjöfin geti flækt hlutina og þá sérstaklega núgildandi Evrópulöggjöf sem erfitt getur reynst að heimfæra á íslensk fyrirtæki. Nú þegar við erum að fá nýja Evrópulöggjöf sem hún er bjartsýn á, munu fyrirtæki vera á sama leiksvæði og auðveldara verður að bera saman sjóði á Íslandi og annarsstaðar í Evrópu.

Kristín hjá Íslandssjóðum kom inn á sama atriði og Kristbjörg varðandi ríkið og sagði að það þyrfti að ná betur utan um verkefnið. Vöntun væri á skilgreindri aðferðafræði en að PCAF til að meta umfang 3 fæli í sér miklar framfarir. Einnig nefndi Kristín mikilvægi flokkunarkerfa til að meta hvað sé grænt og hvað ekki, en líka til að sporna gegn grænþvotti.

Þau Kristinn og Vaka hjá Kviku tóku einnig undir það að bæta mætti löggjöfina héraendis og bentu á hve lengra löggjöfin er komin erlendis. Þar nefna þau reynslu sína af erlendum sjóðum samanborið við þá innlendu. Í kjölfarið nefndu þau skort á samræmi í því sem aðilar eru að gera, margir hafa tekið upp mismunandi aðferðir við ábyrgar fjárfestingar og eru að meta möguleikana á mismunandi hátt. Þetta mætti bæta með betri og samræmdari stöðlum. Fulltrúar Frjálsa lífeyrissjóðsins, Einar og Guðbjörg, voru á sama máli og fyrri viðmælendur og kalla eftir stöðluðu upplýsingakerfi sem myndi auðvelda ferlið við ábyrgar fjárfestingar og gera það skilvirkara.

Lítill þekking og reynsla

Almennt voru viðmælendur á sama máli varðandi reynslu og þekkingu hérlendis. Hér eru aðilar að feta sig áfram og eru á hálfgerðum byrjunarreit miðað við aðrar Evrópuþjóðir. Einnig var minnst á smæð Íslands og þá í tengslum við starfskrafta. Eignastýringa- og fjárfestingateymi hérlendis eru ekki stór og því getur sú aukna greiningarvinna sem fylgir ábyrgum fjárfestingum reynst þeim erfið.

Kristbjörg hjá Stefni sér fram á mörg tækifæri á komandi árum en þeim fylgja líka mörg og erfið verkefni. Þar nefndi hún helst útgáfu og kaup á grænum eða ábyrgum skuldabréfum og vöntun á upplýsingum og verklagi í því ferli. Soffía hjá Birtu nefnir að ferlið sé að mestu leyti mjög huglægt og matskennt og nú séu flestar stofnanir og þá sérstaklega lífeyrissjóðir farnir að telja þetta sem part af öllu fjárfestingarferli sínu. Að mati Soffíu ríkti mikil óvissa til að byrja með en virkar samræður og samstarfsvilji milli aðila hafi verið til staðar. Þá nefnir hún einnig magn mannauðs hér á Íslandi samanborið við erlenda aðila. Í samskiptum við erlenda aðila er áberandi munur á mannauði en þar má sjá heilu deildirnar sem vinna að þessum málum á meðan þetta er aukaverkefni hjá starfsfólki hérlendis. Að lokum segir Soffía að upplýsingagjöf og -öflun sé ákveðin hindrun þar sem lífeyrissjóðir verði að þrýsta á útgefendur að veita umbeðnar upplýsingar. Þetta eru ekki staðlaðar upplýsingar eins og tölur úr ársreikningum á borð við hagnað og EBITDA. Því er möguleg vöntun á eftirliti og vottun á þeirra starfsemi. Íslendingar eru enn í lærdómskúrfunni og eina krafan sem hægt er að gera í dag er sú að ekki sé skipt við aðila sem taka ekki þátt í ábyrgum fjárfestingum.

Kristín hjá Íslandssjóðum tekur fram hve mikinn tíma þurfi til að safna saman gögnum til að stunda ábyrgar fjárfestingar og nefnir þá að teymi Íslandssjóða sé ekki nógu stórt til að fást við slíka greiningarvinnu, sem er algengt vandamál hérlendis. Þar af leiðandi verða innlendir aðilar að treysta á einkunnagjöf eins innlands aðila, þ.e. Reitun. Að lokum nefnir Kristín að með tímanum verði hægt að skrásetja þessar upplýsingar og vonandi finna orsakasamhengi milli UFS þátta og fjárhagslegrar frammistöðu.

Að mati Berglindar og Höllu hjá LSR eru þessi mál ekki að þróast nógu hratt hérlendis, þetta sýni sig meðal annars í einkunnum þegar kemur að sorpflokkun og orkunýtingu og vísa þær þá í frétt þar sem Íslendingar voru kallaðir “orkusóðar”. Þær sjá tækifæri fyrir lífeyrissjóðina til að flýta framþróun í krafti þess fjármagns sem þeir stýra og nefna að lífeyrissjóðir landsins geti haft umtalsverð áhrif. Þar að auki eru allir ennþá að læra á þetta en mikill áhugi er á málefnum ábyrga fjárfestinga innan LSR. Tómas hjá LV telur að aðilar hérlendis séu mislangt komnir en þó sé vitundin sífellt að aukast, innleiðing ábyrga

fjárfestinga er flókin og byggir á mikilli nýrri þekkingu sem aðilar þurfa að afla sér og byggja upp. Að hans mati eru Skandinavía og N-Evrópa nokkrum árum á undan okkur hérna heima en markmiðið er að komast hratt upp við hlið þeirra.

Umboðsskylda

Umræðan um umboðsskyldu hefur að mestu farið fram varðandi lífeyrissjóðina. Allir viðmælendur frá lífeyrissjóðum sammælast um að ábyrgar fjárfestingar falli undir umboðsskylduna. Lífeyrissjóðir eru langtímafjárfestar og þar af leiðandi eru þeir skyldugir að taka mið af UFS þáttum við fjárfestingar sínar eða gerast brotlegir á umboðsskyldu sinni.

Berglind og Halla hjá LSR benda á þann ramma sem lífeyrissjóðirnir fjárfesta innan en sá rammi kann að vera þrengri en fyrir almenna fjárfestingarsjóði. Samkvæmt lögum eiga lífeyrissjóðir að taka á móti iðgjöldum, ávaxta fjármuni, greiða út lífeyri og setja sér siðferðileg viðmið við þessar aðgerðir. Þær telja umboðsskylduna ekki vera hindrun gegn ábyrgum fjárfestingum heldur þvert á móti. Að þeirra mati er það partur af umboðsskyldu lífeyrissjóða að stunda ábyrgar fjárfestingar. Hlutverk lífeyrissjóða sem langtímafjárfestar felur einnig í sér fjárfestingar fyrir komandi kynslóðir og því er lykilatriði að forðast skammtímahugsun. Að lokum benda þær á að þessi atriði mættu vera skýrari í lögum og reglugerðum.

Soffía hjá Birtu var á sama máli og segist sjálf ekki sjá árekstur á milli umboðsskyldunnar og ábyrga fjárfestinga en sýnir því skilning að fólk túlki málið á mismunandi vegu. Að hennar mati á ekki að taka UFS þættina út fyrir jöfnuna sem einhverja „sér“ þætti heldur er þetta einn af mörgum þáttum sem líta eigi til við fjárfestingarákvarðanir. Ekki megi misskilja þessa þætti sem svo að fólk fjárfesti blindandi í einhverju grænu heldur er þetta einungis enn einn þeirra þátta sem líta þarf til.

Í skriflegu svari frá Frjálsa lífeyrissjóðnum svara Einar og Guðbjörg að lífeyrissjóðum standi ekki til boða að kjósa grænan kost fram yfir annan kost ef hann skilar lakari ávöxtun með tilliti til áhættu. Þar af leiðandi sé ákveðinn árekstur þarna á milli í ljósi þess að meginhlutverk lífeyrissjóða er að ná góðri ávöxtun að teknu tilliti til áhættu. Þau telja að stefna um ábyrgar fjárfestingar uppfylli lagaleg skilyrði um að setja sér siðferðileg viðmið og vinni að langtíma hagsmunum sjóðfélaga. Að því sögðu telja þau umboðsskylduna ekki vera hindrun né telji að það séu til staðar fórnarskipti á milli ávöxtunar og sjálfbærni. Þar að auki líta þau svo á að lífeyrissjóðir séu ekki einungis að leitast eftir hæstu mögulegu ávöxtun heldur hæstu mögulegu ávöxtun með tilliti til áhættu. Þarna sé mikilvægur greinarmunur. Þetta gerir lífeyrissjóðum kleift að líta til UFS þátta sem mælikvarða á ákveðna áhættu.

Líkt og fyrri viðmælendur telur Tómas frá LV umboðsskylduna ekki vera hindrun. Hann var ekki sammála þeirri staðhæfingu að útilokun fjárfestingakosta væri brot á umboðsskyldunni þar sem sú aðferð rýrir möguleika fjárfesta á eignadreifingu. Hann nefnir að þetta þýði ekki að fjárfesta ætti í hvaða fjármálagerningum sem er. Hann benti jafnframt á að markviss beiting virks eignarhalds geti almennt séð verið mun árangursríkari en útilokun.

Grænþvottur

Aðspurð hvort viðmælendur telja grænþvott vera raunverulega áskorun fjárfesta voru þeir allir á sama máli um að vandinn sé fyrst og fremst á erlendum mörkuðum. Þá lýsir Kristbjörg trausti sínu til úttektaaðila á Íslandi og segist ekki hafa áhyggjur af grænþvotti á innlendum markaði. Tekur Vaka hjá Kvikku í sama streng og segist ekki halda að grænþvottur sé alvarlegur vandi á Íslandi. Halla hjá LSR segir vandann eflaust vera til staðar bæði hérlendis og erlendis. Þá bendir Kristín frá Íslandssjóðum á það að það sé ekki af tilviljun að Evrópusambandið hafi sett á fót flokkunarreglugerðina (e. EU Taxonomy). Þá segist Tómas hjá LV telja líklegt að UFS sjóðir, þá aðallega erlendir, séu ekki alltaf að standa að fullu undir yfirlýsingum um ábyrgar fjárfestingar. Unnið sé að því á alþjóðavettvangi að auka varnir gegn slíku. Þó minna þekkest til grænþvottar innanlands segir Kristín að taka því ekki sem sjálfsögðum hlut og mikilvægt sé að að vera vakandi fyrir grænþvotti á Íslandi.

5 Umræða

Meginmarkmið rannsóknarinnar var að gera grein fyrir þeim hvötum og hindrunum sem lífeyrissjóðir og sjóðstýringafyrirtæki standa frammi fyrir við ábyrgar fjárfestingar á Íslandi. Mikil vitundarvakning hefur átt sér stað síðustu ár vegna þeirra áskorana sem herja á okkur öll er varðar jörðina, samfélög og efnahag heimsins. Þá er þátttaka fjárfesta mikilvæg þar sem fjármagn er oft talið hreyfiafl breytinga. Innleiðing aðferðafræði ábyrga fjárfestinga hefur farið vaxandi síðustu ár hér á landi en þar er að mörgu að hyggja. Ýmsir hvatar hafa ýtt undir þróunina en að sama skapi virðast hindranir hafa staðið í vegi fyrir framþróun.

Af hvötum má nefna þróun innlendarar löggjafar svo sem breytingar á lífeyrissjóðalögum árið 2017 og væntanlegrar komu flokkunarreglugerðarinnar. Reglugerðin mun auðvelda fjárfestum samanburð fjárfestingakosta og auka gagnsæi. Mikil bjartsýni ríkir fyrir komu reglugerðarinnar meðal viðmælenda en hún mun veita fjárfestum skýrari viðmið við ábyrgar fjárfestingar. Með tilkomu reglugerðarinnar mun upplýsingaskylda og eftirlit aukast. Væri því hægt að draga þá ályktun að fyrirtæki, þá helst þau sjóðstýringafyrirtæki sem

þegar hafa samþætt starfsemi sína ákvæðum reglugerðarinnar við gildistöku hennar, muni hljóta frumherja ávinning (e. first-mover advantage). Þar á móti nefndu viðmælendur óskýra löggjöf einnig sem hindrun. Þá kom fram að viðmælendum fannst ósamræmi milli ýmissa staðla og reglugerða, en það vandamál er þó ekki séríslenskt heldur alþjóðlegt. Auk þess nefndu fulltrúar lífeyrissjóðanna að skerpa mætti á stöðu umboðsskyldunnar í ábyrgum fjárfestingum. Þessi svör viðmælenda endurspeglu niðurstöður Friede (2019) en þar nefnir hann mikilvægi þess að skýra umboðsskylduna í tengslum við ábyrgar fjárfestingar og mikilvægi skýrra staðla. Framundan eru þó úrbætur með tilkomu flokkunarreglugerðar Evrópusambandsins.

Fulltrúar lífeyrissjóðanna voru allir á sama máli er varðar umboðsskyldu þeirra, þ.e. að innleiðing UFS þátta falli bæði undir hollusturegluna og skynsemisregluna. Það gefur auga leið að þessir þættir skuli þar af leiðandi vera innleiddir í fjárfestingarferli þeirra. Úr viðtölum er greinilegt að viðmælendur sjá fjárhagslegan ávinning til lengri tíma í því að innleiða þessa þætti og telja það vera sjóðfélögum fyrir bestu. Að því sögðu eru bæði skilyrðin sem Schenzenbach og Sittkoff (2020) lögðu fram og fjallað var um að framan, uppfyllt og umboðsskyldu lífeyrissjóðanna fylgt.

Ekki eru talin vera fórnarskipti á milli ávöxtunar og ábyrga fjárfestinga, heldur þvert á móti taldi meirihluti viðmælenda UFS þætti veita mikilvægar upplýsingar sem gera þeim kleift að meta áhættu fjárfestinga betur. Líkt og Bassen o.fl (2015) sýndu felast tækifæri í innleiðingu UFS þátta í fjárfestingarferli og er því eitthvað sem skynsamir fjárfestar þurfi að gera til að framfylgja umboðsskyldu sinni, líkt og ákvarðanamódel Strakodonskaya (2021) gefur til kynna. Draga má þá ályktun að innleiðing UFS þátta í fjárfestingastefnur íslenskra lífeyrissjóða sé almennt samþykkt meðal þeirra og umboðsskylda þeirra standi ekki í vegi fyrir þeim.

Ljóst var á svörum viðmælenda að innlent framboð á ábyrgum fjárfestingakostum er af skornum skammti og gerir það að verkum að fjárfestar þurfa að leita á erlenda markaði. Þetta vandamál herjar allra helst á lífeyrissjóði en líkt og kom fram í viðtölum eru dæmi um lífeyrissjóði sem tóku þátt í nær öllum grænum útboðum síðasta árs en skortir enn kosti. Líkt og áður kom fram er Ísland langt á eftir hinum Norðurlöndunum ef litið er til sjálfbærrar skuldabréfaútgáfu (Tukiainen, 2021). Áhugavert var þó að skoða útgáfunar með tilliti til vergrar landsframleiðslu hvers lands þar sem íslenskt efnahagskerfi er töluvert minna en á hinum Norðurlöndunum. Staða Íslands meðal Norðurlandþjóða er töluvert betri ef litið er til

útgáfnanna sem hlutfall af VLF. Þá hefur Ísland yfirburði yfir Danmörku og Finnland. Þar að auki eru Noregur og Svíþjóð ekki eins langt á undan okkur og útgáfutölurnar sjálfar gáfu til kynna.

Sjóðstýringafyrirtækin finna einnig fyrir þessum vanda en auðveldara er fyrir þau að leita út fyrir landsteinana. Þessi svör viðmælenda eru í takt við niðurstöður Friede (2019) þar sem hann nefnir skort á framboði og torseljanleika fjárfestingakosta til algengra hindrana. Varðandi lífeyrissjóðina þá lúta þeir ákveðnum reglum um hlutfall erlendra fjárfestinga. Viðmælendur voru einróma um mikilvægi þess að rýmkað væri fyrir magni erlendra fjárfestinga lífeyrissjóðanna sem stendur nú í 50%. Líkt og kom fram í skýrslu frá fjármála- og efnahagsráðuneytinu sem fjallað var um hér að ofan, mun innlendur markaður ekki nægja vaxandi lífeyrissjóðskerfi hér á landi og því er mikilvægt að rýmkað verði fyrir möguleika þeirra í erlendum fjárfestingum. Þetta endurspeglar einnig umfjöllun Más Guðmundssonar (2021) um að 50% þak á erlendum fjárfestingum geti verið hamlandi fyrir áhættudreifingu lífeyrissjóðanna og þjóðhagslegt jafnvægi.

Aukin þekking og umræða á þessu sviði hefur gert fjárfestum grein fyrir mikilvægi UFS þátta við fjárfestingar, ásamt auknum kröfum markaðs- og reglugerðaraðila á ábyrgar fjárfestingar. Aukin áhersla erlendra aðila á ábyrgum fjárfestingum virðist hafa hreyft við innlendum markaði. Spurningar um UFS þætti eru orðnar hluti af kostgæfnisathugunum (e. due diligence) og svo virðist sem að málefni þessu tengdu sé ofarlega á baugi við kynningar fjárfestingakosta. Af svörum viðmælenda má draga þá ályktun að í viðskiptasambandi lífeyrissjóða og sjóðstýringarfyrirtækja virtist það vera krafa lífeyrissjóða að taka mið af ábyrgum fjárfestingum við val á fjárfestingarkostum en þó telja höfundar sjóðstýringafyrirtæki vera vel í stakk búin til að mæta þeim kröfum. Það er í samræmi við niðurstöður Amel-Zadeh og Serafeim (2018) sem gáfu til kynna að kröfur frá viðskiptavinum væru einn af megin drifkröftum stofnanafjárfesta við innleiðingu UFS fjárfestinga í sín ferli. Telja höfundar þetta auka drifkraft innlendra fjárfesta til ábyrga fjárfestinga ásamt fjölmörgum yfirlýsingum, stefnum og samtökum sem fjárfestar nú fylgja. Áhugavert verður að fylgjast með framgangi þeirra yfirlýsinga og stefna sem lífeyrissjóðir og sjóðstýringafyrirtæki hafa sett sér á komandi árum.

Í viðtölum rannsóknarinnar var greinilegt að viðmælendur finna fyrir skorti á vinnuafli og ákveðinni þekkingu á sviði ábyrga fjárfestinga en draga má þá ályktun að þessir

Þættir hafi valdið því hve stutt á veg við erum komin miðað við nágrannaþjóðir okkar. Mikil greiningarvinna fylgir aðferðafræði ábyrgra fjárfestinga, eins og staðan er í dag er þessari greiningarvinnu bætt við það starf sem starfsfólk lífeyrissjóða og sjóðastýringarfyrirtækja vinnur nú þegar. Þetta gæti verið ein af ástæðum þess að þessi mál hafa gengið hægt hérlendis. Ef litið er til fordæma erlendis má leiða að því líkum að áður en langt um líður verði sérstök störf sem muni halda utan um ábyrgar fjárfestingar, en erlendis eru oft heilar deildir sem vinna að UFS greiningu. Líkt og kom fram í viðtölum er þetta algengt vandamál hérlendis sem gæti að hluta til verið skýring á því hve stutt við erum komin í ábyrgum fjárfestingum. Hér má nefna skort á sérfræðipækkingu en eins og Friede (2019) sýnir fram á í sinni rannsókn er vanþekking fjárfesta stór þáttur. Þá er algengt að sérfræðingar í fjárfestingum hafi ekki fengið næga fræðslu í málefnum UFS, en hann nefnir einmitt mikilvægi þess að innleiða þessa þætti í menntunarferil fjárfesta. Þá nefnir Friede (2019) einnig erfiðleikann við að innleiða UFS þætti í verðmatslíkön og formúlur og telur hann slíkt vera mögulegan lykilorð við að ýta undir frekari framþróun í ábyrgum fjárfestingum.

Evrópska verðbréfamarkaðseftirlitsstofnunin (ESMA) telur grænþvott vera eina af þremur helstu áskorunum á verðbréfamarkaði á komandi árum. Rannsakendur telja það vera áhyggjuefni hve takmarkaðar áhyggjur innlendir markaðsaðilar hafa á grænþvotti á innlendum markaði. Telja þeir það auka þá áhættu að aðilar sofni á verðinum. Samkvæmt rannsókn Ruiz-Blanco o.fl. frá árinu 2022 er talið að þau fyrirtæki sem birta sjálfbærnisráskýrslu samhliða ársskýrslu, í stað upplýsinga um sjálfbærni sem hluti af ársskýrslu, eru ólíklegri til að stunda grænþvott. Eins og kom fram í skýrslu KPMG frá árinu 2020 er skýrslugerð um sjálfbærni hjá íslenskum stórfyrirtækjum ábótavant og því mögulegt áhyggjuefni miðað við niðurstöður Ruiz-Blanco o.fl. Áhugavert verður að fylgjast með innleiðingu flokkunarreglugerðarinnar sem á að auka gagnsæi og sporna gegn grænþvotti.

Fjárhagslegur ávinningur verður alltaf að vera í fyrirrúmi og því er mikilvægt að innleiðing UFS þátta sé ekki skerðandi á þann mælikvarða. Líkt og áður kom fram verða þessir aðilar að fylgja umboðsskyldu sinni fyrst og fremst. Ríkjandi viðhorf viðmælenda var að fjárhagslegur ávinningur fái í innleiðingu UFS þátta og þá sérstaklega til lengri tíma litið en samræmist það niðurstöðum Orsagh o.fl. (2018) þar sem segir að jákvætt samband sé milli UFS þátta og langtímaávöxtunar. Áhugavert var að sjá að viðmælendur telja að ávinningur þessara þátta muni raungerast fyrr en aðilar gera sér grein fyrir. Þó er ekki litið framhjá þeirri

áhættu að fjárfesta í fyrirtækjum sem eru illa stödd á UFS mælikvarðanum. Þá benda viðmælendur einnig á þann mikla ávinning sem getur falist í að taka þátt í umbreytingaferli fyrirtækja en þá er yfirleitt notast við virkt eignarhald.

Virkt eignarhald er ríkjandi aðferðafræði meðal viðmælenda rannsóknarinnar en þá er markmiðið að vera hreyfiafl til góðra verka með fjárfestingum. Líkt og viðmælendur benda á eru ábyrgir fjárfestingakostir á Íslandi af skornum skammti. Væri því hægt að draga þá ályktun að aukin heimild lífeyrissjóða til erlendra fjárfestinga sé nauðsynleg til að stuðla að þróun ábyrgra fjárfestinga hér á landi. Töldu viðmælendur sig sjá fjárhagslegan ávinning í innleiðngu UFS þátta við fjárfestingar, einna helst til lengri tíma litið. Þá var algengast að, líkt og komið hefur fram, notast sé við virkt eignarhald. Viðmælendur telja þetta vera bestu leiðina til að stuðla að sjálfbærri framtíð og skila mestum ávinningi fyrir þau og samfélagið. Líkt og niðurstöður Dimson o.fl (2015) sýndu getur virkt eignarhald aukið virði hagaðila til muna en líkt og kom fram í viðtölum næst mikill ávinningur með því að taka þátt í umbreytingaferli fyrirtækja og skila af sér betra fyrirtæki en fjárfest var í.

6 Lokaorð

Markmið með þessari athugun var við að greina helstu hvata lífeyrissjóða og sjóðstýringafyrirtækja til ábyrgra fjárfestinga og skoða hvaða hindranir eru í vegi þeirra. Helstu niðurstöður rannsóknar eru þær að lagabreytingar lífeyrissjóðslaga árið 2017 hafi hrint af stað töluverðum breytingum og hvatt lífeyrissjóði til ábyrga fjárfestinga. Þá virðist sem sérfræðipekking erlendra aðila og aukin áhersla þeirra á ábyrgar fjárfestingar hafi ýtt undir þróunina innanlands. Viðmælendur gerðu grein fyrir þeim áhættum sem geta falist í fjárfestingum þar sem málefni UFS geta talist ábótavant og þeim fjárhagslega ávinning sem getur hlotist af virku eignarhaldi. Skortur á fjárfestingarkostum á Íslandi virðist hamla fjárfestum að nokkru leyti og getur það leitt til bóllumyndunar á markaði ábyrga fjárfestinga. Óskýr löggjöf virðist hrjá fjárfesta og kalla þeir eftir skýrari afstöðu til ábyrga fjárfestinga í umboðsskyldu lífeyrissjóða. Viðmælendur telja umboðsskylduna ekki vera hindrun heldur falli ábyrgar fjárfestingar þar undir. Grænþvottur var almennt ekki talin mikil ógn á innlendum markaði en töldu viðmælendur það frekar vanda á erlendum markaði. Höfundar líta björtum augum fram á veginn þar sem mikill vilji til framþróunar virðist vera til staðar hjá innlendum fjárfestum.

6.1 Takmarkanir rannsókna

Lagt var upp með að taka viðtöl við fimm stærstu lífeyrissjóði og fjögur stærstu sjóðsstýringarfyrirtæki Íslands. Gildi lífeyrissjóður og Landsbréf gáfu ekki kost á sér til viðtals. Þar sem eigindlegri rannsóknaraðferð var beitt má vera að ekki sé hægt að alhæfa niðurstöður rannsókna yfir allt þýðið. Viðmælendur gegndu mismunandi störfum innan skipulagsheilda og gætu þar af leiðandi haft ólíka sýn og reynslu af viðfangsefni rannsókna. Við rannsóknina var stuðst við djúpvíðtöl en þá er mælt til að rannsakendur hafi reynslu og góð tök á viðtalstækni. Rannsakendur bjuggu yfir takmarkaðri reynslu á djúpvíðtölum sem þó jókst þegar á leið, en reynsluleysi rannsakenda gæti hafahaft áhrif á gæði gagnasöfnunar.

6.2 Tillögur að frekari rannsóknum

Viðfangsefni rannsóknarinnar er tiltölulega nýtt af nálinni og því margt ólært. Að mati höfunda eru ýmis tækifæri til frekari rannsókna þar sem rannsóknir á ábyrgum fjárfestingum á Íslandi eru af skornum skammti. Eftir innleiðingu flokkunarreglugerðarinnar (EU taxonomy) væri áhugavert að kanna hvernig til hefur tekist og hvort markmiði hennar hafi náðst. Reglugerðinni er meðal annars ætlað að sporna gegn grænþvotti og væri því áhugavert að kanna hlutverk löggjafarinnar í baráttunni gegn grænþvotti. Í ljósi þess að viðmælendur

telja grænþvott ekki vera vandamál héraendis heldur einungis erlendis væri áhugavert að kanna hvort við Íslendingar séum að snúa blindu auga að þessu eða hvort gagnsæi sé meira héraendis.

Þá væri einnig áhugavert að skoða þróun ábyrgra fjárfestinga innlendra lífeyrissjóða ef aukin heimild til erlendra fjárfestinga verður veitt þar sem viðmælendur töldu skort vera á fjárfestingartækifærum innanlands.

Heimildaskrá

- Agni Ásgeirsson. (2021, 6. september). *Fjárfestingar lífeyrissjóða í erlendri mynt* [erindi]. Stefnumótunarfundur Landssamtaka lífeyrissjóða. Reykjavík, Ísland.
<https://www.lifeyrismal.is/static/files/images/Frettabref/fjarfestingar-lifeyrissjoda-i-erlendri-mynt.pdf>
- Alþingi. (2016, 19. september). *Nefndarálitum frumvarp til laga um breytingu á lögum um skyldutryggingu lífeyrissjóða og starfsemi lífeyrissjóða, nr. 129/1997, með síðari breytingum (fjárfestingarheimildir)*. <https://www.althingi.is/altext/145/s/1685.html>
- Amel-Zadeh, A., og Serafeim, G. (2018). Why and how investors use ESG information: Evidence from a global survey. *Financial Analysts Journal*, 74(3), 87-103.
- Arion banki. (2021, 7. júlí). *Arion banki gefur út græn skuldabréf í fyrsta sinn fyrir 300 milljónir evra*. <https://www.arionbanki.is/bankinn/fleira/frettir/frett/2021/07/07/Arion-banki-gefur-ut-graen-skuldabref-i-fyrsta-sinn-fyrir-300-milljonir-evra/>
- Bajpai, P. (2021, 4. ágúst). *What Are Blue Bonds?* Nasdaq.
<https://www.nasdaq.com/articles/what-are-blue-bonds-2021-08-04>
- Bassen, A., Busch, T. og Friede, G. (2015). ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*. 5(4), 210-233. <http://dx.doi.org/10.1080/20430795.2015.1118917>
- Bergsson, B. (2013). *Hvernig veit ég að ég veit: Félagsfræðikenningar og rannsóknaraðferðir*. IÐNÚ.
- Birta lífeyrissjóður. (2021a, 2. nóvember). *Birta tekur þátt í samstarfi norrænna og breskra lífeyrissjóða um fjárfestingar í hreinni orkuframleiðslu*. <https://birta.is/um-sjodinn/frettir/birta-tekur-thatt-i-samstarfi-norraenna-og-breskra-lifeyrissjoda-um-fjarfestingar-i-hreinni-orkuframleidslu/>
- Birta lífeyrissjóður. (2021b). *Fjárfestingarstefna 2022*.
https://birta.is/documents/276/Fjarfestingarstefna_Birtu_l%C3%ADfeyrissjods_2022_ZC0VKIS.pdf
- Birta lífeyrissjóður. (e.d.). *Um Birtu*. <https://birta.is/um-sjodinn/birta/>
- Boffo, R. og Patalano, R. (2020). *ESG Investing: Practices, Progress and Challenges*. OECD París. <https://www.oecd.org/finance/ESG-Investing-Practices-Progress-Challenges.pdf>

- Brim. (2021, 18. október). *Brim gefur út græn og blá skuldabréf - fyrstu sinnar tegundar á Íslandi*. <https://www.brim.is/frettir/fjarfestar/2021/10/18/2315710/Brim-gefur-ut-graen-og-bla-skuldabref-fyrstu-sinnar-tegundar-a-Islandi>
- Busch, T., Friede, G., Lewis, M. og Bassen, A. (2018). *Digging deeper into the ESG-Corporate financial performance-relationship*. Global research institute. <https://download.dws.com/download?elib-assetguid=714aed4c2e83471787d1ca0f1b559006>
- Cangioni, C., L. og Clarkin, J., E. (2015). Impact Investing: A Primer and Review of the Literature. *Entrepreneurship Research Journal*, 6(2), 135-173. <https://doi.org/10.1515/erj-2014-0011>
- Caplan, L., Griswold, J. S. og Jarvis, W. F. (2013). From SRI og ESG: The Changing World of Responsible Investing. *Commonfund Institute*, 1-10. <https://files.eric.ed.gov/fulltext/ED559300.pdf>
- Carroll, A. B. Carroll's pyramid of CSR: taking another look. *Int J Corporate Soc Responsibility* 1, 3 (2016). <https://doi.org/10.1186/s40991-016-0004-6>
- Carroll, A. B. (2021). Corporate Social Responsibility: Perspectives on the CSR Construct's Development and Future. *Business & Society*, 60(6), 1259-1278. <https://doi.org/10.1177/00076503211001765>
- CICERO Shades of Green. (e.d.). *CICERO Shades of Green Company Assessments*. <https://cicero.green/company-assessments>
- Cooper, R. D., Schindler, S. P., (2014). *Business research methods* (12. útg). McGraw-Hill/Irwin.
- Cornell Law School. (e.d.). *Legal Information Institute: Fiduciary duty*. https://www.law.cornell.edu/wex/fiduciary_duty
- Deloitte. (2020). *Sustainability Reporting Strategy: Creating impact through transparency*. <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/my/Documents/risk/my-risk-sustainability-reporting-strategy.pdf>
- Denscombe, M. (2010). *The Good Research Guide: for small-scale social research projects*. Open University Press.
- Dimson, E., Karakas, O. og Li, X. (2015). Active Ownership. *The Review of Financial Studies*, 28(12). 3225-3268. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhv044>
- Eccles, R., G., Feiner, A. og Verheyden, T. (2016). ESG for All? The Impact of ESG Screening on Return, Risk and Diversification. *Journal of Applied Corporate Finance*, 28(2), 47-55. <https://doi.org/10.1111/jacf.12174>

- ElAfy, A., Feor, L., Folger-Laronde, Z. og Pashang, S. (2020). ESG ratings and financial performance of exchange traded funds during the COVID-19 pandemic. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 12(2), 490-496.
<https://doi.org/10.1080/20430795.2020.1782814>
- Elliott, R., Feller, E., Martindale, W., Pirovska, M. og Sullivan, R. (2019). *Fiduciary duty in the 21st century: Final report*. UNEP FI; UN PRI.
<https://www.unepfi.org/wordpress/wp-content/uploads/2019/10/Fiduciary-duty-21st-century-final-report.pdf>
- ESMA. (2022, 10. febrúar). *Sustainable Finance Roadmap 2022-2024*.
https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma30-379-1051_sustainable_finance_roadmap.pdf
- Eurosif. (e.d.). *SFDR*.
<https://www.eurosif.org/policies/sfdr/#:~:text=The%20Sustainable%20Finance%20Disclosure%20Regulation,made%20by%20financial%20market%20participants.>
- Festa. (e.d.-a). *Heimsmarkmiðin*. <https://samfelagsabyrgd.is/verkefning/heimsmarkmidin/>
- Festa. (e.d.-b). *Hvar byrja ég?* <https://samfelagsabyrgd.is/verkefning/leidarvisir/>
- Festa, Samtök fjármálafyrirtækja, Landssamtök lífeyrissjóða og Stjórnarráð Íslands. (2020, 25. september). *Viljayfirlýsing fjárfestingar í þágu sjálfbærrar uppbyggingar*.
<https://samfelagsabyrgd.is/assets/2020/10/viljayfirlýsing-undirskriftir2okt.pdf>
- Félag Sameinuðu þjóðanna. (e.d.) *Global Compact*. <https://www.un.org/sustainabledevelopment/global-compact/>
- Fjármála- og efnahagsráðuneytið. (2022, 24. febrúar). *Drög að frumvarpi til laga um upplýsingagjöf um sjálfbærni á sviði fjármálaþjónustu og flokkunarkerfi fyrir sjálfbærar fjárfestingar*. Samráðsgátt. [https://samradsgatt.island.is/oll-mal/\\$Cases/Details/?id=3159#advices](https://samradsgatt.island.is/oll-mal/$Cases/Details/?id=3159#advices)
- Flood, C. (2022, 21. mars). *Fear rises over 'greenwash' bonds*. Financial Times.
<https://on.ft.com/3wLJKTZ>
- Focke, M., Kordsachia, O. og Velte, P. (2021, 26. júlí). *Do sustainable institutional investors contribute to firms' environmental performance? Empirical evidence from Europe*. Review of Managerial Science. <https://doi.org/10.1007/s11846-021-00484-7>
- Friede, G. (2019). Why don't we see more action? A metasyntesis of the investor impediments to integrate environmental, social, and governance factors. *Business Strategy and the Environment*, 28(6), 1260-1282. <https://doi.org/10.1002/bse.2346>

Frjálsi lífeyrissjóðurinn. (2021). *Ársreikningur 2020*.

<https://www.frjalsi.is/library/Skrar/arsreikningar/Ársreikningur%20Frjálsa%201%C3%ADfeyrissjóðsins%202020.pdf>

Frjálsi lífeyrissjóðurinn. (2020). *Stefna um ábyrgar fjárfestingar*.

<https://www.frjalsi.is/library/Skrar/Um-sjodinn/Stefnur/Stefna%20um%20ábyrgar%20fjárfestingar%202021.pdf>

Gildi lífeyrissjóður. (2020). Ársskýrsla Gildis lífeyrissjóðs 2020. <https://gildi.is/wp-content/uploads/2021/04/arsskyrsla-gildis-20202.pdf>

Global Impact Investing Network. (e.d.) *What you need to know about impact investing*.

<https://thegiin.org/impact-investing/need-to-know/>

Global Reporting Initiative. (e.d.). *The global standards for sustainability reporting*.

<https://www.globalreporting.org/standards>

Guðmundsson, M. (2021). *Skýrsla fjármála- og efnahagsráðherra um stöðu lífeyrissjóða í hagkerfinu*. Fjármála- og efnahagsráðuneytið.

<https://www.althingi.is/altext/pdf/151/s/1902.pdf>

Harrison, C., MacGeoch, M. og Michetti, C. (2022). *Sustainable Debt Global State of the Market 2021*. Climate Bonds Initiative 2022.

https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi_global_sotm_2021_02f.pdf

Háskóli Íslands. (e.d.). *Hvað er sjálfbærni?* https://www.hi.is/haskolinn/hvad_er_sjalfbaerni

Háskólinn í Reykjavík. (2021, 22. september). *HR lýkur vel heppnaðri endurfjármögnun á húsnæði*. <https://www.ru.is/haskolinn/frettir/hr-lykur-vel-heppnadri-endurfjarmognun-a-husnaedi>

Heimsmarkmiðin. (e.d.). *12. Ábyrg neysla og framleiðsla*.

<https://www.heimsmarkmidin.is/forsida/hagnytt-efni/merki/?itemid=fae8b496-3f29-11e9-9436-005056bc530c>

IcelandSIF. (2017, 13. nóvember). *Stofnsamningur fyrir IcelandSIF*.

https://sif.overcastcdn.com/documents/Stofnasamningur_samtakanna_IcelandSIF_3.pdf

IcelandSIF. (e.d.-a). *Aðferðafræði ábyrga fjárfestinga*.

<https://www.icelandsif.is/%C3%A1byrgar-fj%C3%A1rfestingar/a%C3%B0fer%C3%B0afr%C3%A6%C3%B0i-%C3%A1byrga-fj%C3%A1rfestinga/>

- IcelandSIF. (e.d.-b). *Hugtök og skilgreiningar*. <https://www.icelandsif.is/%C3%A1byrgar-fj%C3%A1rfestingar/hugtok-skilgreiningar/>
- IcelandSIF. (2020, 27. október). *Hvað er EU Taxonomy?*
https://www.icelandsif.is/fr%C3%A9ttir/hva%C3%B0-er-eu-taxonomy/?fbclid=IwAR0_NKuuyoGMWYExXEgTiQUkBfIY9y5I7zpc2L6gIjw-Nm76dirM38Tw4j8
- International Capital Market Association. (2021). *Green Bond Principles: Voluntary Process Guidelines for Issuing Green Bonds*.
<https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2021-updates/Green-Bond-Principles-June-2021-140621.pdf>
- International Capital Market Association. (2020). *Sustainability-Linked Bond Principles: Voluntary Process Guidelines*.
<https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/June-2020/Sustainability-Linked-Bond-Principles-June-2020-171120.pdf>
- Íslandssjóðir. (2021). *Árshlutareikningur 30.júní 2021*.
<https://www.islandssjodir.is/library/Files/utgefid-efni/arsreikningar/Arshlutauppgjör%20IS%2030%206%202021%20-%20undirritað.pdf>
- Íslandssjóðir. (2020). *Stefna um ábyrgar fjárfestingar*.
https://www.islandssjodir.is/library/islandssjodir/Stefna%20um%20ábyrgar%20fjárfestingar_Undirrituð%20af%20stjórn.pdf
- Íslandssjóðir. (e.d.). *Um Íslandssjóði*. <https://www.islandssjodir.is/um-islandssjodi/>
- ÍST EN ISO 26000:2020: *Leiðbeiningar um samfélagslega ábyrgð*. (1. útg.). (2020).
Staðlaráð Íslands
- Jarvie, M. E. (2016, 20. maí). *Brundtland Report*. Encyclopedia Britannica.
<https://www.britannica.com/topic/Brundtland-Report>
- Koch, L. og Murphy, M, F. (2021). *Sustainable financing and overcoming the risks of 'greenwashing'*. Norton Rose Fulbright.
<https://www.nortonrosefulbright.com/en/knowledge/publications/fff1b355/sustainable-financing-and-overcoming-the-risks-of-greenwashing>
- KPMG. (2020). *The time has come: The KPMG Survey of Sustainability Reporting*.
<https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/xx/pdf/2020/11/the-time-has-come.pdf>

- Kvika banki. (2021, 17. desember). *Kvika banki gefur út græn skuldabréf í fyrsta sinn fyrir 4.500 milljónir*. <https://www.kvika.is/frettir/nanar/1459/kvika-banki-gefur-ut-graen-skuldabref-i-fyrsta-sinn-fyrir-4-500-milljonir-krona>
- Kvika eignastýring. (e.d.-a). *Sjóðastýring*. <https://www.kvikaegignastyring.is/sjodastyring>
- Kvika eignastýring. (2020). *Stefna um ábyrgar fjárfestingar*.
https://www.kvikaegignastyring.is/asset/3020/2020_09_4-stefna-um-abyrgar-fjarfestingar_final.pdf
- Kvika eignastýring. (e.d.-b). *Um félagið*. <https://www.kvikaegignastyring.is/um-kviku-egignastyringu/um-felagid/>
- Landsbankinn. (2021, 18. febrúar). *Landsbankinn gefur út græn skuldabréf í Evrum*.
<https://www.landsbankinn.is/bankinn/fjarfestatengsl/frettir/landsbankinn-gefur-ut-graen-skuldabref-i-evrum>
- Landsbréf. (2018). *Stefna Landsbréfa um ábyrgar fjárfestingar*.
<https://www.landsbref.is/uploads/Files/Reglur/Landsbref-Stefna-um-abyrgar-fjarfestingar.pdf>
- Landsbréf. (e.d.). *Um Landsbréf*. <https://www.landsbref.is/um-landsbref>
- Landssamtök lífeyrissjóða. (2002, 16. júlí). *Frjálsi lífeyrissjóðurinn og Eining hafa sameinast*. Lífeyrismál.is. <https://www.lifeyrismal.is/is/frettir/frjalsi-lifeyrissjodurinn-og-eining-hafa-sameinast>
- Landssamtök lífeyrissjóða. (e.d.-a). *Hagtölur lífeyrissjóða*. Lífeyrismál.is.
<https://www.lifeyrismal.is/is/landssamtok-lifeyrissjoda/grof/1-eignir>
- Landssamtök lífeyrissjóða. (e.d.-b). *Íslenska lífeyriskerfið*. Lífeyrismál.is.
<https://www.lifeyrismal.is/is/um-lifeyrissjodakerfid>
- Latinovic, M., og Obradovic, T. (2013). The performance of socially responsible investments. *Entrepreneurial Business and Economics Review*, 1(2), 29-39.
- Li, F. og Polychronopoulos, A. (2020). *What a Difference an ESG Ratings Provider Makes!* Research Affiliates. <https://www.researchaffiliates.com/documents/770-what-a-difference-an-esg-ratings-provider-makes.pdf>
- Lífeyrissjóður starfsmanna ríkisins. (2019). *Stefna LSR um ábyrgar fjárfestingar*.
<https://www.lsr.is/media/log-og-samthykkir/Stefna-um-abyrgar-fjarfestingar-juni-2019.pdf>
- Lífeyrissjóður Starfsmanna Ríkisins. (e.d.). *Um sjóðinn*. <https://www.lsr.is/um-lsr/um-sjodinn/>

- Lífeyrissjóður verzlunarmanna. (2021). *Stefna um ábyrgar fjárfestingar*.
<https://www.live.is/media/fjarfestingar/Stefna-um-abyrgar-fjarfestingar.pdf>
- Lífeyrissjóður Verzlunarmanna. (e.d.). *Um sjóðinn*. <https://www.live.is/sjodurinn>
- Loftslagsráð. (e.d.) *Hugtök og skilgreiningar*.
https://loftslagsrad.is/frodleikur/hugtok/?gclid=Cj0KCQjwjN-SBhCkARIsACsrBz5ZbPREeMJJnwCa-s62BAQ5UI-FOudzX5R78ybdgYwXwJHtER7v-IEaAj7xEALw_wcB
- Lög um ársreikninga nr. 3. (2006). <https://www.althingi.is/lagas/152a/2006003.html>
- Lög um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða nr. 129. (1997).
<https://www.althingi.is/lagas/nuna/1997129.html>
- Morgan Stanley. (2019). *Sustainable Reality: Analysing Risk and Returns of Sustainable Funds*.
[https://www.morganstanley.com/pub/content/dam/msdotcom/ideas/sustainable-investing-offers-financial-performance-lowered-risk/Sustainable Reality Analyzing Risk and Returns of Sustainable Funds.pdf](https://www.morganstanley.com/pub/content/dam/msdotcom/ideas/sustainable-investing-offers-financial-performance-lowered-risk/Sustainable%20Reality%20Analyzing%20Risk%20and%20Returns%20of%20Sustainable%20Funds.pdf)
- Nasdaq. (e.d.). *Nasdaq Green Designations*. Nasdaq Omx Nordic.
<http://www.nasdaqomxnordic.com/learn/nasdaq-green-designations>
- Nasdaq. (2020). *UFS leiðbeiningar*.
https://www.nasdaq.com/docs/2021/02/17/ESG_Guide_Icelandic_translation.pdf
- Orsagh, M., Sloggett, J. og Georgieva, A. (2018). *ESG in equity analysis and credit analysis*. UN PRI; CFA Institute. <https://www.unpri.org/download?ac=4571>
- Óli Freyr Kristjánsson. (2016, 25. nóvember). Skynsemisregla í starfsemi íslenskra lífeyrissjóða. *Morgunblaðið*, 12.
- Piani, V. (2018). *A practical guide to active ownership in listed equity*. UN PRI.
<https://www.unpri.org/download?ac=4151>
- Reglugerð um að koma á ramma til að greiða fyrir sjálfbærri fjárfestingu og um breytingu á reglugerð (ESB) 2019/2088 nr. 852. (2020). <https://gagnagrunnur.ees.is/32020r0852>
- Reglugerð um upplýsingagjöf tengda sjálfbærni á sviði fjármálaþjónustu (ESB) nr. 2088. (2019). <https://gagnagrunnur.ees.is/32019r2088>
- Regulation (EU) 2020/852. *The establishment of a framework to facilitate sustainable investment, and amending Regulation (EU) 2019/2088*. European Parliament, Council of the European Union. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3a32020R0852>
- Reitun. (e.d.). *Sjálfbærni greiningar & UFS mót*. <https://www.reitun.is/sjalfbaernigreiningar>

- Richardson, B. J. (2007). Do the Fiduciary Duties of Pension Funds Hinder Socially Responsible Investment? *Banking and Finance Law Review, Forthcoming*.
https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=970236
- Ruiz-Blanco, S., Romero, S., & Fernandez-Feijoo, B. (2022). Green, blue or black, but washing—What company characteristics determine greenwashing?. *Environment, Development and Sustainability*, 24(3), 4024-4045. <https://doi.org/10.1007/s10668-021-01602-x>
- Schanzenbach, M. M. Og Sitkoff, R. H. (2020). Reconciling Fiduciary Duty and Social Conscience: The Law and Economics of ESG Investing by a Trustee. *Stanford Law Review*, 72(2), 281-454.
- Schanzenbach, M. M. Og Sitkoff, R. H. (2017). The Prudent Investor Rule and Market Risk: An Empirical Analysis. *Journal of Empirical Legal Studies*, 14(1), 129-168.
<https://doi.org/10.1111/jels.12143>
- Seðlabanki Íslands. (2022, 6. apríl). *Lífeyrissjóðir*.
<https://www.seðlabanki.is/hagtolur/nanar/2022/04/06/Lifeyrissjodir/?stdID=11>
- Seðlabanki Íslands. (e.d.-a). *Rekstur sjóða um sameiginlega fjárfestingu*.
<https://www.fme.is/eftirlit/verdbrefamarkadur-og-sjodir/sjodir-og-rekstraradilar/>
- Seðlabanki Íslands. (e.d.-b). *Skrá yfir verðbréfasjóði og sérhæfða sjóði fyrir almenna fjárfesta*.
<https://www.fme.is/eftirlit/eftirlitsskyld-starfsemi/sjodir/>
- Spinaci, S. (2022) *European green bonds: A standard for Europe, open to the world*. European Parliament.
[https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2022/698870/EPRS_BRI\(2022\)698870_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2022/698870/EPRS_BRI(2022)698870_EN.pdf)
- Stefnir. (2021a). *Árshlutareikningur 1.janúar – 30.júní 2021*.
<https://www.stefnir.is/library/Skrar/Um-stefni/Skyrslur/arsreikningar/Arshlutareikningur%20Stefnis%20hf.%202021%20-%20A%20og%20B%20hluti.pdf>
- Stefnir. (2021b). *Stefna um ábyrgar fjárfestingar*.
<https://www.stefnir.is/library/Skrar/abyrgar-fjarfestingar/210311%20Stefnir%20Stefna%20um%20abyrgar%20fjarfestingar%20021.pdf>
- Stewart, B. D. (2020). Business as Usual?: The Limited Influence of Climate Change Disclosure and Fiduciary Duties on the Low-Carbon Investment Practices of Canada's

Big 10 Public Pension Funds. *Journal of Environmental Law and Practice*, 33(2), 93-132.

<https://www.proquest.com/docview/2416849313/DFAABDAE42EF451APQ/2?accountid=28822>

Strakodonskaya, L. (2021). How fiduciary duty law incentivises investors to manage sustainability risks. *European Journal of Social Security*, 23(3), 264-278.

<https://doi.org/10.1177/13882627211031929>

S&P Global. (2020a, 24. febrúar). *What is the “G” in ESG?*

<https://www.spglobal.com/en/research-insights/articles/what-is-the-g-in-esg>

S&P Global. (2020b, 24. febrúar). *What is the “S” in ESG?*

<https://www.spglobal.com/en/research-insights/articles/what-is-the-s-in-esg>

The World Bank. (e.d.). *GDP (current US\$) - Sweden, Finland, Denmark, Norway, Iceland* [línurit].

<https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD?locations=SE-FI-DK-NO-IS>

Tukiainen, K. (2021). *Nordic Sustainable Debt: State of the Market 2020*. Climate Bonds

Initiative. https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi_nordic_sotm_2020_02e.pdf

United Nations. (e.d.). *Transforming our world: the 2030 agenda for Sustainable*

Development. <https://sdgs.un.org/2030agenda>

UN Global Compact. (e.d.). *Our Mission*. [https://www.unglobalcompact.org/what-is-](https://www.unglobalcompact.org/what-is-gc/mission)

[gc/mission](https://www.unglobalcompact.org/what-is-gc/mission)

UN PRI. (e.d.-a). *About the PRI*. <https://www.unpri.org/about-us/about-the-pri>

UN PRI. (e.d.-b). *Minimum requirements for investor membership*.

<https://www.unpri.org/reporting-and-assessment/minimum-requirements-for-investor-membership/315.article>

UN PRI. (e.d.-c). *Signatory directory*. [https://www.unpri.org/signatories/signatory-](https://www.unpri.org/signatories/signatory-resources/signatory-directory)

[resources/signatory-directory](https://www.unpri.org/signatories/signatory-resources/signatory-directory)

UN PRI. (e.d.-d). *What is responsible investment?* [https://www.unpri.org/an-introduction-to-](https://www.unpri.org/an-introduction-to-responsible-investment/what-is-responsible-investment/4780.article#fn_1)

[responsible-investment/what-is-responsible-investment/4780.article#fn_1](https://www.unpri.org/an-introduction-to-responsible-investment/what-is-responsible-investment/4780.article#fn_1)

UN PRI. (2020, 29. maí). *An introduction to responsible investment: screening*.

<https://www.unpri.org/an-introduction-to-responsible-investment/an-introduction-to-responsible-investment-screening/5834.article>

UN PRI. (2018). *PRI Reporting Framework: Main definitions*.

https://dwtyzx6upklss.cloudfront.net/Uploads/i/m/n/maindefinitionstoprireportingframework_127272_949397.pdf

Þorsteinn Friðrik Halldórsson. (2021, 24. nóvember). *Lífeyrissjóðirnir ætla ekki að gefa neinn afslátt til að fylla græna kvótann*. Vísir. <https://www.visir.is/g/20212187132d>

Viðauki

Spurningalisti til sjóðstýringafyrirtækja

1. Hvenær byrjuðuð þið að innleiða ábyrgar fjárfestingar?
2. Af hverju eruð þið að innleiða ábyrgar fjárfestingar?
 - a. Hver er helsti hvatinn, t.d. fjárhagslegur ávinningur, “do the right thing”, pressa frá hagaðilum s.s. viðskiptavinum og eftirlitsaðilum eða laga- og reglugerðabreytingar?
3. Hvernig teljið þið að þið hafið mest jákvæð eða neikvæð áhrif á sjálfbæra þróun?
 - a. Hvaða aðgerður telur þú vera mikilvægastar í þessum málefnum sem þitt fyrirtæki gæti lagt af mörkum? (Hvaða hlutverki telur þú að þitt fyrirtæki gegni?)
4. Hvaða einstöku aðferðir notið þið við ábyrgar fjárfestingar? (Best-in-class/Positive screening/Impact investing etc.)
5. Hvert er samband ykkar við lífeyrissjóðina og hvernig hefur áhersla þeirra á ábyrgar fjárfestingar áhrif á ykkar nálgun á ábyrgar fjárfestingar?
 - a. Hvað eruð þið með mikið fjármagn í stýringu fyrir lífeyrissjóði?
 - b. Hvernig er fjárfestingum ykkar háttað fyrir lífeyrissjóði landsins?
 - c. Er það á ykkar frumkvæði að fjárfesta í fyrirtækjum/verkefnum sem uppfylla skilyrði ábyrga fjárfestinga eða er það til að uppfylla eftirspurn lífeyrissjóðanna?
6. Hver hefur þróunin verið innanhúss frá því að þið byrjuðuð að innleiða ábyrgar fjárfestingar?
7. Hvað hafið þið gert vel við innleiðingu á ábyrgum fjárfestingum?
 - a. Einhver sérstaða?
8. Hvað teljið þið að þið getið gert betur í náinni framtíð og til lengri tíma?
9. Hvaða hindranir telur þú að sjóðstýringafyrirtæki og fagfjárfestar almennt standi frammi fyrir í ábyrgum fjárfestingum?
10. Telur þú grænþvott vera raunverulega áskorun hjá sjóðstýringafyrirtækjum?
 - a. Hvað eruð þið að gera til að sporna við grænþvotti?
11. Eitthvað fleira sem viðmælandi myndi vilja koma á framfæri

Spurningalisti til lífeyrissjóða

1. Hvenær byrjuðuð þið að innleiða ábyrgar fjárfestingar?
 - a. Hvaða aðferðir eru notaðar? (Best-in-class/Positive screening/Impact investing etc.)
2. Af hverju eruð þið að innleiða ábyrgar fjárfestingar?
 - a. Hver er helsti hvatinn, t.d. fjárhagslegur ávinningur, “do the right thing”, pressa frá hagaðilum s.s. viðskiptavinum og eftirlitsaðilum eða laga- og reglugerðabreytingar?
3. Hvaða hlutverk telur þú að ykkar lífeyrissjóður gegni þegar það kemur að markmiðum um sjálfbæra framtíð?
 - a. Hvaða aðgerður telur þú vera mikilvægastar í þessum málefnum sem þinn lífeyrissjóður gæti lagt af mörkum?
4. Hvert er samband ykkar við sjóðstýringafyrirtæki og hvernig hefur áhersla þeirra á ábyrgar fjárfestingar áhrif á ykkar nálgun á ábyrgar fjárfestingar?
 - a. Hvað eruð þið með mikið fjármagn í stýringu hjá sjóðstýringafyrirtækjum?
 - b. Hvernig er fjárfestingum ykkar háttað hjá sjóðstýringafyrirtækjum?
 - c. Er það á ykkar frumkvæði að fjárfesta í fyrirtækjum/verkefnum sem uppfylla skilyrði ábyrga fjárfestinga eða kemur það frá sjóðstýringafyrirtækjum?
5. Finnst þér áherslur hafa breyst mikið síðustu ár þegar það kemur að ábyrgum fjárfestingum þá í tengslum við fjárfestingarstefnur? Hvernig þá?
 - a. Er raunverulegur áhugi á sjálfbærni innan fyrirtækis eða er sjálfbærni hluti af fjárfestingastefnu vegna fjárhagslegra ávinninga (eða annara ávinninga fyrir fyrirtæki) (Hver er hvatinn)?
6. Hvað finnst þér hafa farið vel í þessum málefnum hjá lífeyrissjóðum?
 - a. Hvað finnst þér betur megi fara?
 - b. Finnst þér þið vera að gera nóg?
 - i. Hvaða hindranir telur þú að séu í vegi lífeyrissjóða í ábyrgum fjárfestingum?
7. Hvernig sérð þú ágreininginn milli umboðsskyldu lífeyrissjóða og sjálfbærra fjárfestinga?
 - a. Hver er ykkar túlkun á lagalegu skyldunni til lífeyrissjóða um að setja sér siðferðileg viðmið í fjárfestingum?
 - b. Telur þú umboðsskylduna vera hindrun?

- c. Telur þú að það sé fórnarskipti milli ávöxtunar annars vegar og sjálfbærni hins vegar, ef svo er, hvor ræður meiru í mótun fjárfestingarstefnu?
8. Hver eru ykkar helstu markmið og kröfur til eignastýringafyrirtækja þegar það kemur að sjálfbærni og ábyrgum fjárfestingum?
 9. Finnið þið fyrir auknum þrýstingi til að fjárfesta með ábyrgari hætti? Ef svo er, frá hverjum?
 10. Telur þú græn þvott vera raunverulegt vandamál hjá lífeyrissjóðum og hvernig sæir þú lausn á þeim vanda?
 11. Hver er ykkar sýn á markmið lífeyrissjóða í ábyrgum fjárfestingum og hvernig finnst þér ykkar markmið vera samanborið við hina lífeyrissjóðina?
 12. Hvernig sérð þú fyrir þér framtíð ábygrra fjárfestinga hjá ykkur og þeim geira sem þið starfið?
 13. Eitthvað sem viðmælandi myndi vilja koma á framfæri