

Miljøprojekt Nr. 836 2003

Velfungerende grønne markeder - finansielle aktørers rolle

Helle Ørsted Nielsen, Dorthe Bjerrum Jensen og
Anders V. Ryelund
Danmarks Miljøundersøgelser

Miljøstyrelsen vil, når lejligheden gives, offentliggøre rapporter og indlæg vedrørende forsknings- og udviklingsprojekter inden for miljøsektoren, finansieret af Miljøstyrelsens undersøgelsesbevilling.

Det skal bemærkes, at en sådan offentliggørelse ikke nødvendigvis betyder, at det pågældende indlæg giver udtryk for Miljøstyrelsens synspunkter.

Offentliggørelsen betyder imidlertid, at Miljøstyrelsen finder, at indholdet udgør et væsentligt indlæg i debatten omkring den danske miljøpolitik.

Indhold

FORORD	5
SAMMENFATNING OG KONKLUSIONER	7
BAGGRUND OG PROBLEMFORMULERING	7
<i>Datagrundlag</i>	8
<i>Rationaler for miljøfokus i finanssektoren</i>	8
HOVEDRESULTATER OG KONKLUSIONER	9
<i>Finanssektorens praksis med hensyn til at inddrage miljøfaktorer</i>	9
<i>Konklusioner</i>	10
BARRIERER OG MULIGHEDER FOR ØGET MILJØFOKUS I FINANSSEKTOREN	11
SUMMARY AND CONCLUSIONS	15
BACKGROUND AND RESEARCH QUESTION	15
<i>Data</i>	16
<i>Rationales for environmental focus in the financial community</i>	16
FINDINGS AND CONCLUSIONS	17
<i>The role of environmental and other criteria in financial assessments</i>	17
<i>Conclusions</i>	18
BARRIERS AND OPPORTUNITIES	19
1 PROJEKTETS FORMÅL OG BAGGRUND	23
1.1 INDLEDNING	23
1.2 PROBLEMSTILLING	23
1.3 AKTØRER I UNDERSØGELSEN	24
1.4 BEGREBSAFKLARING	24
1.5 RAPPORTENS OPBYGNING	24
2 METODE	27
2.1 AKTIVITETER I FORBINDELSE MED DATAINDSAMLING	27
2.1.1 <i>Indledende interviews</i>	27
2.1.2 <i>Caseanalyser</i>	27
2.1.3 <i>Supplerende interviews</i>	28
2.1.4 <i>Individuelle investorer</i>	29
2.1.5 <i>Opsamling: Liste over interviewdeltagere</i>	29
2.2 VURDERING AF DATAGRUNDLAGET	30
3 DEN FINANSIELLE SEKTOR OG MILJØ: FORUNDERSØGELSE	31
3.1 BESKRIVELSE AF DEN FINANSIELLE SEKTOR	31
3.1.1 <i>Aktører i den danske finanssektor</i>	31
3.1.2 <i>Investeringer i danske aktier</i>	32
3.1.3 <i>Finansiering – traditionelle vurderinger af risiko og rentabilitet</i>	33
3.2 MILJØASPEKTER: RATIONALER FOR INDDRAGELSE AF MILJØASPEKTER I FINANSIERINGSVIRKSOMHEDER	34
3.2.1 <i>Investeringsstrategier</i>	35
3.2.2 <i>Empiri: sammenhængen mellem miljøorientering og økonomisk afkast</i>	35
3.3 GRØN FINANSSEKTOR – INTERNATIONALT OG I DANMARK	36
3.3.1 <i>Grøn finanssektor - internationalt</i>	36
3.3.2 <i>Grøn finanssektor i Danmark</i>	37

4 ANALYSE: FINANSSEKTORENS PRAKSIS VEDRØRENDE INDDRAGELSE AF MILJØFORHOLD	39
4.1 CASE: UDVIDELSE AF INTENSIV SVINEPRODUKTION	39
4.1.1 <i>Introduktion til casen</i>	39
4.1.2 <i>Eksempler</i>	41
4.1.3 <i>Sammenfattende analyse af case om svineproduktion</i>	46
4.1.4 <i>Finanssektoren som trækraft for et øget miljøfokus i svinesektoren – barrierer og muligheder</i>	48
4.2 CASE: TEKSTILBRANCHEN	49
4.2.1 <i>Introduktion til casen</i>	49
4.2.2 <i>Eksempler</i>	51
4.2.3 <i>Sammenfattende analyse af tekstilcasen</i>	60
4.3. VENTUREFINANSIERING	62
4.3.1 <i>Eksempel</i>	62
4.3.2 <i>Barrierer og muligheder</i>	63
4.4 INDIVIDUELLE INVESTORER	63
4.5 ANALYSE: FINANSSEKTORENS PRAKSIS VEDRØRENDE INDDRAGELSE AF MILJØFAKTORER	66
4.5.1 <i>Banker</i>	66
4.5.2 <i>Kapitalformidlingselskaber, investeringselskaber og -foreninger</i>	67
4.5.3 <i>Pensionskasser, -selskaber og -fonde</i>	68
4.5.4 <i>Individuelle investorer</i>	69
4.6 SAMMENFATNING	69
5 REFERENCER	72
BILAG A: MODEL	76
INDLEDNING	76
KRITERIER FOR KREDITVURDERING OG INVESTERINGSOVERVEJELSER	76
ERFARINGER MED INDDRAGELSE AF RETNINGSLINIER FOR INFORMATION OM MILJØHENSYN	76
MODEL FOR INDDRAGELSE AF MILJØFAKTORER I FINANSIERING	78
BILAG B: UDVALGT MILJØRELATERET REGULERING PÅ HENHOLDSVIS SVINECASEN OG TEKSTILOMRÅDET	82
REGULERING AF LANDBRUGET	82
<i>Landbrugsloven</i>	82
<i>Miljø- og naturlovgivning</i>	82
<i>Planlægningslovgivningen</i>	83
REGULERING AF TEKSTILPRODUKTION	83

Forord

Det er en miljøpolitisk ambition at opnå *velfungerende grønne markeder*, hvorved forstås, at miljøhensyn indgår som en konkurrenceparameter ved markedstransaktioner i alle led i værdikæden. Dette projekt blev igangsat for at forbedre videngrundlaget om et af leddene i værdikæden: de finansielle aktører. Undersøgelsen skulle belyse finanssektorens rolle i udviklingen af grønne markeder.

Undersøgelsen er gennemført som et samarbejdsprojekt mellem Miljøstyrelsen og Danmarks Miljøundersøgelser (DMU) i perioden juli-november 2002. Projektansvarlig i Miljøstyrelsen har været Lisbeth Strandmark, Økonomikontoret. Rapporten er udarbejdet af projektforsker Helle Ørsted Nielsen, forskningsassistent Dorthe Bjerrum Jensen og studentermedhjælper Anders Ryelund, alle DMU.

En følgegruppe bestående af repræsentanter for finanssektoren har bidraget til rapporten med faglig sparring, men ansvaret for rapportens indhold hviler alene på DMU og Miljøstyrelsen. Følgende har deltaget i følgegruppen:

Lars Peter Frederiksen, Erhvervs- og Økonomiministeriet
Trineke Borch Jacobsen, Realkreditrådet
Per Klaumann, Den Nordiske Investeringsbank
Jens Houe Thomsen, BankInvest-gruppen, Finansanalytikerforeningen
Else Nyvang Andersen, Lønmodtagernes Dyrtidsfond
Peter Wendt, InvesteringsForeningsRådet
Vagn Rasmussen, Nordea, Finansrådet
Rikke Lauersen, Finansrådet
Jens Lohfert Jørgensen, Landbrugsraadet/Agroinvest/AgroVenture
Charlotte Thy, Industrikontoret, Miljøstyrelsen
Jørgen Schou, Økonomikontoret, Miljøstyrelsen

Følgegruppens medlemmer skal hermed have tak for deres indsats. Ligeledes takkes de mange, der har stillet sig til rådighed for interviews og på anden måde har bidraget med information. Endelig takkes forskningsprofessor Mikael Skou Andersen, DMU, for kommentarer.

Sammenfatning og konklusioner

Den danske finanssektor er opmærksom på virksomhedernes miljøforhold, viser denne undersøgelse. Mange finansinstitutioner kontrollerer således, om de virksomheder, de låner penge til eller investerer i, overholder miljølovgivningen.

Men undersøgelsen viser også, at finanssektoren primært betragter miljøforhold som en risikofaktor, mens der kun i begrænset omfang er tiltro til, at virksomheder, der producerer miljøvenligt, opnår markedsfordele og andre økonomiske gevinster. Der er således ikke grund til at forvente, at et velfungerende grønt finansmarked, hvor finanssektoren udgør en drivkraft i forhold til virksomhedernes miljøorientering, vil opstå af sig selv. Det sker kun, hvis finanssektoren har økonomisk incitament til i højere grad at inddrage miljøfaktorer i sine vurderinger, og dertil er markedssignalerne endnu for svage eller for tvetydige.

Omvendt er der heller ikke noget i undersøgelsen, der tyder på, at banker og investorer skulle være skeptiske over for grønne virksomheder, således at disse kunne have sværere ved at skaffe finansiering end andre virksomheder.

Baggrund og problemformulering

Undersøgelsen *Velfungerende grønne marker: finansielle aktørers rolle* belyser finansielle aktørers rolle i realiseringen af velfungerende grønne markeder. Med grønne markeder menes markeder, hvor miljøparametre naturligt inddrages i alle transaktioner.

Den finansielle sektor kan bidrage til at fremme grønne markeders funktion ad to veje: For det første udgør finanssektoren en rammebetingelse i form af risikovillig kapital for udvikling af renere teknologier, miljøvenlige produkter eller bæredygtige produktionsmetoder. For det andet kan finanssektoren fungere som drivkraft i forhold til erhvervslivets generelle miljøadfærd ved at inddrage miljøaspekter i vurderinger af virksomheder i forbindelse med långivninger og investeringer. Undersøgelsen har fokuseret mest på sidstnævnte tilgang, idet denne omfatter en langt større del af finanssektorens virke.

Undersøgelsen har således belyst følgende problemstilling: *hvordan agerer de finansielle aktører med hensyn til at inddrage miljøparametre i deres investerings- og långivningsvirksomhed.* Det er undersøgt, om og hvordan miljøfaktorer influerer på finanssektorens vurdering af såvel risikofaktorer som rentabiliteten af konkrete finansielle engagementer. Analysen afdækker eventuelle barrierer for inddragelse af miljøhensyn i finansieringsvirksomhed med henblik på at identificere muligheder for at stimulere de finansielle aktører til i højere grad at inddrage miljøparametre. Endvidere er der på baggrund af undersøgelsen opstillet en *model* for, hvordan finansielle aktører *kunne inddrage* miljøparametre i deres finansieringspraksis.

Finansielle aktører omfatter i denne analyse pengeinstitutter, pensionskasser, -selskaber og -fonde, investeringsforeninger og kapitalformidlingsselskaber,

herunder ventureselskaber, samt investeringselskaber. Endvidere indgår individuelle investorer som en særskilt aktørgruppe.

Datagrundlag

Undersøgelsen bygger på detaljerede undersøgelser af to caseområder: intensiv svineproduktion og tekstiler. Caseanalyserne suppleres med en række interviews med finansielle aktører; disse omfatter såvel traditionelle finansieringsinstitutioner og banker som eksplicit etiske og grønne investorer. I hver case gennemgås konkrete eksempler på finansieringsbeslutninger. Hensigten hermed har været at opnå en nuanceret indsigt i, hvilke forhold finansieringsinstitutioner inddrager i deres beslutninger vedrørende finansiering, og hvilke kriterier der er *afgørende* for beslutningerne. Undersøgelsens fokus er finanssektoren som helhed og ikke eksplicit miljøbevidste finansieringsinstitutioner. Eksemplerne i caseanalyserne er derfor også udvalgt således, at de ikke specifikt omhandler eksplicit *grønne virksomheder*.

Analysen vedrørende individuelle investorers interesse for miljøvenlige/etiske investeringer bygger på interviews med enkelte af de investeringsforeninger, der giver investorerne mulighed for at investere deres midler i henhold til værdibaserede principper, herunder miljø. Disse interviews suppleres med interviews med repræsentanter for pensionssektoren, der har været i det offentlige spotlight omkring investeringsprincipper. Det er derfor undersøgt, om pensionskunderne har lagt pres på pensionselskaber og -kasser for at indføre etiske og bæredygtige investeringsprincipper.

Dataindsamlingsformen er kvalitative interviews, enten personlige eller telefoniske. Valget af kvalitativ metode har til formål at skabe *indsigt* i finanssektorens funktion i relation til fremme af grønne markeder; datagrundlaget kan således ikke gøre krav på statistisk repræsentation af forholdene i sektoren. Imidlertid vurderes det, at undersøgelsen giver et rimeligt billede af den praksis og de rationaler, der præger finanssektoren omkring inddragelse af miljøparametre; dels fordi de fleste typer af aktører er inddraget i undersøgelsen, dels fordi der har vist sig at være relativt stor homogenitet på tværs af aktørtyper med hensyn til praksis. I alt er der interviewet repræsentanter for 6 banker, 5 pensionskasser/selskaber, 3 investeringsforeninger, 3 kapitalformidlingselskaber, et investeringselskab og et realkreditinstitut samt en række virksomheder og andre brancheaktører.

Rationaler for miljøfokus i finanssektoren

Der er en efterhånden ganske omfattende international debat omkring virksomhedernes ansvar for frembringelsen af en bæredygtig global økonomi. Finanssektoren udpeges i den sammenhæng som en potentiel drivkraft i denne udvikling. I lande som USA og England er der under samlebetegnelsen *socially responsible investment* mange investeringsfonde, der bygger på værdibaserede investeringsprincipper, eksempelvis bæredygtighed. Argumenterne herfor falder i to overordnede kategorier: den ene er en *etisk* drevet tilgang til miljøfokus, den anden er *økonomisk motiveret*. Det etiske – eller politiske – udgangspunkt er, at finanssektoren som andre aktører har moralsk ansvar for at bidrage til en bæredygtig udvikling. Andre fortalere for bæredygtigt fokus i finanssektoren argumenterer for, at det er økonomisk rationelt, idet man anfører, at virksomheder, der agerer socialt og miljømæssigt forsvarligt, alt andet lige vil få bedre resultater rent økonomisk og dermed i sidste ende udgøre bedre investeringer.

Det økonomiske argumentationssæt kan endvidere inddeles i negative og positive motiver for at tage hånd om miljøspørgsmål: Virksomheder, der håndterer miljøforhold på en sløset, uforsvarlig eller ulovlig måde, risikerer erstatningssager, bøder og dårligt image, hvilket indebærer en finansiel risiko. Finanssektorens risikoaversion tilsiger den derfor at interessere sig for miljøforhold for at undgå uforudsete tab. Negative motiver (drivers) handler således om at begrænse risikoen i långivning og investering.

På positivsiden argumenteres der for, at virksomheder, der er på forkant med miljøaspekterne i såvel produktionsproces som i de produkter, de sælger, kan opnå konkurrencefordele og realisere besparelser i kraft af ressourceoptimering og eventuelt også et godt image; bæredygtighed giver en *branding effect*. Nogle fremhæver endvidere en høj miljøprofil som en indikator på god ledelse. De positive argumenter handler altså om investeringernes rentabilitet.

Hovedresultater og konklusioner

I det følgende sammenfattes undersøgelsens væsentligste resultater, idet afsnittet opridsrer den danske finanssektors praksis omkring og holdninger til at inddrage miljøparametre i finansieringsbeslutninger.

Finanssektorens praksis med hensyn til at inddrage miljøfaktorer

De helt afgørende kriterier i finansinstitutionernes bedømmelse af virksomheder, der søger lån eller egenkapital er, at pågældende virksomheds økonomiske forhold er i orden, at den har udviklingspotentiale, og at virksomheden har en kompetent og fremsynet ledelse. Hvor det første bedømmes på regnskaber og nøgletal, indgår der mange faktorer i vurderingen af ledelsesfaktoren, herunder et ikke ubetydeligt element af fornemmelse og tillid. Miljøstyring kan også figurere som en af blot mange indikatorer på god ledelse. Denne konklusion gælder på tværs af brancher og institutionstyper.

For så vidt angår miljøparametrenes betydning kan det konkluderes, at alle de interviewede kreditgivere og investorer er opmærksomme på miljøforhold i forbindelse med deres vurderinger af lån eller investeringer, om end graden af opmærksomhed varierer fra decideret at undersøge virksomhedens miljøforhold til en mere uforpligtende erkendelse af, at miljøforhold kan spille en rolle. Det gælder således for de fleste af de interviewede, at miljøspørgsmålet primært kommer ind som et check af, om virksomhederne overholder miljøreguleringen. Især bankerne fremhæver i denne undersøgelse, at de checker, om virksomhederne har de tilladelser, de skal have i medfør af miljølovgivningen. Dels betragtes ulovlige miljøforhold som en finansiel risiko, dels frygter man, at en kundes ulovlige eller uforsvarlige adfærd på miljøområdet får afsmittende effekt på bankens image. Også investorer angiver at være opmærksomme på, om virksomhederne kan have "lig i lasten" i form af ulovlige miljøforhold, men blandt de interviewede investorer varierer det, i hvilket omfang man efterspørger dokumentation på området.

Det gælder samtidig, at finansieringsinstitutionernes vægtning af miljøforhold afhænger af både karakteren af den pågældende virksomhed og af det finansielle engagements størrelse, hvor fokus på miljøforhold øges, jo større engagementet er, når der er tale om aktiviteter med stor miljøbelastning. Det påpeges således, at finansinstitutionerne ser miljø som en enkelt ud af en lang række risikofaktorer. Flere af de interviewede fremhæver, at det i mange tilfælde

er mere rationelt for finansieringskilderne at bruge tid på at undersøge andre risikofaktorer hos virksomheden, eksempelvis afsætningsmuligheder, da manglende kontrol af disse forhold erfaringsmæssigt kan lede til større tab end manglende fokus på miljøforhold.

Undersøgelsen viser også, at betragtninger om, at miljøfaktorer kan udgøre en *positiv, værdiskabende drivkraft*, ikke har vundet større udbredelse i finanssektoren. De interviewede anerkender generelt, at miljøfaktorer *kan* give virksomhederne økonomiske fordele, fx. i form af konkurrencefordele og ressourceoptimering, men langt hovedparten af de interviewede vurderer, at miljøbevidsthed står langt nede på listen over de faktorer, der er udslagsgivende for, hvor godt en virksomhed klarer sig økonomisk. Kun få angiver at spørge systematisk til egentlig miljøstyring.

Der er dog et segment af finanssektoren, som har bevæget sig ind i feltet med grønne og etiske investeringer; disse fremhæver positive økonomiske begrundelser for at investere i bæredygtige virksomheder og miljøteknologi. Omfanget af investeringer med etisk, bæredygtigt eller miljøteknologisk fokus er i undersøgelsen opgjort til ca. 1,4 mia. kr.¹ – et beskedent niveau.

Hvor pengeinstitutter, investeringsforeninger og kapitalformidlingselskaber primært men ikke udelukkende fremhæver de økonomiske argumenter for at beskæftige sig med virksomhedernes miljøforhold, er pensionsbranchens tilgang til miljøspørgsmålet i højere grad motiveret i etiske principper. De pensionsvirksomheder, der deltager i undersøgelsen, har således generelt fokus på corporate governance, og miljøspørgsmål indgår som et aspekt på den måde, at man ikke ønsker at investere i virksomheder, der udviser uansvarlig miljøadfærd. Der er således tale om en form for negativ screening, og miljøparameteren fremtræder generelt ikke som et centralt princip for pensionssektorens investeringsovervejelser.

Undersøgelsen giver ikke grundlag for at konkludere, hvorvidt der er et stort potentiale blandt individuelle investorer og pensionskunder for at efterspørge en større miljøfokus i investeringsporteføljerne. For det første er eksisterende muligheder for at efterspørge miljøvenlige investeringsprincipper relativt nyopståede, for det andet har de seneste udviklinger på aktiemarkedet virket demotiverende på potentielle nye investeringskunder. Investeringsforeningernes senest udbudte afdelinger med etisk eller bæredygtigt fokus har således haft mindre efterspørgsel end forventet, hvilket forklares med henvisning til aktiemarkedets nedtur. Pensionskasserne har dog generelt heller ikke oplevet en større efterspørgsel efter miljøorienterede puljer, hverken nu eller før aktiemarkedets nedtur.

Konklusioner

Undersøgelsen kan sammenfattes i følgende overordnede konklusioner:

- Den danske finanssektor er opmærksom på, at de med fordel kan undersøge virksomhedernes miljøforhold i forbindelse med långivning og investeringer.

¹ Dette er opgjort som porteføljen i afdelinger og puljer i investeringsforeninger og fonde, der enten investeres på baggrund af eksplicite værdibaserede principper eller investeres i miljøteknologi eller vedvarende energi, samt i venturekapitalfonde med miljø- og energifokus.

- Finansinstitutionerne inddrager miljøfaktorerne i det omfang, de betragter det som *økonomisk nødvendigt*, dvs. hvor virksomhedens karakter (med hensyn til potentiel miljøpåvirkning) og det finansielle engagements størrelse tilsiger det.
- Finansinstitutionerne har som hovedregel fokus på de risikofaktorer, der følger af miljøforhold, herunder overholdelse af miljølovgivningen, om end enkelte investeringsforeninger har oprettet særlige afdelinger med fokus på miljø i forventning om, at miljøorienterede virksomheder giver positive økonomiske effekter.

Det følger heraf som nævnt indledningsvis, at finanssektoren ikke på nuværende tidspunkt udgør en egentlig drivkraft i den markedsbaserede miljøpolitik. I ambitionen om at fremme velfungerende grønne markeder ligger en antagelse om, at *markedskræfterne* vil tilskynde finanssektoren til at inddrage miljøfaktorer i deres beslutninger. Men markedssignalerne taler ikke tilstrækkeligt tydeligt til at sektoren finder det nødvendigt ud fra økonomiske betragtninger at inddrage miljøfaktorer i højere grad end nu.

Omvendt er der heller ikke noget i undersøgelsen, der tyder på, at banker og investorer skulle være skeptiske over for grønne virksomheder, således at disse kunne have sværere ved at skaffe finansiering end andre virksomheder. Virksomheder, der ønsker at udvikle miljøvenlige produkter og teknologi eller investere i en miljøvenlig produktionsproces, kan forvente at blive vurderet på samme måde som alle andre virksomheder og projekter. Der er således ikke nogen decideret finansiell barriere for sådanne virksomheder. Og i det omfang investeringsforeninger starter miljøpuljer/afdelinger, skulle der være mulighed for god adgang til kapital - forudsat projektet lever op til almindelige standarder i øvrigt.

Barrierer og muligheder for øget miljøfokus i finanssektoren

Analysen afdækker en række barrierer for et øge finanssektorens fokus på virksomhedernes miljøforhold. Endvidere peges der på mulige tiltag til at imødegå disse barrierer.

Barriere: Finanssektoren har ikke tilstrækkeligt økonomisk incitament til at øge sit fokus på miljøfaktorer.

Som nævnt ovenfor, betragter hovedparten af de interviewede ikke miljøfaktorerne som afgørende for virksomhedernes økonomiske resultat, når der ses bort fra den finansielle risiko, der ligger i, at en virksomhed ikke overholder lovgivningen eller eventuelt pådrager sig erstatningsansvar. Markedssignalerne har ikke været tydelige nok til, at finanssektoren ser noget positivt økonomisk incitament til i højere grad at lægge vægt på miljøfaktorerne i deres analyser og vurderinger. Finanssektoren opfatter ikke miljøfaktoren som et salgsparemeter, der kan sikre en virksomhed en bedre markedsposition, fordi markederne med enkelte undtagelser ikke har belønnet miljøvenlige virksomheder med markant større efterspørgsel.

Mulighed: Påvise økonomiske incitamenter for finanssektoren til at inddrage miljøfaktorer

Det fremgår klart, at en væsentlig forudsætning, for at finanssektoren i højere grad end nu skulle interessere sig for miljøforhold, er, at der skabes opmærksomhed omkring miljøforholdenes betydning. Analysen af barrierer peger på, at en sådan indsats med fordel kan fokusere på at sandsynliggøre, at det er i finansieringsinstitutionernes *økonomiske interesse* at lægge større vægt på mil-

jøfaktorer i deres virke. Det økonomiske incitament ville være størst, om man kunne påvise miljøfaktorernes præcise betydning for bundlinien, det være sig den negative værdi af risikofaktorer eller den positive værdi af markedsfordele og omkostningsreduktioner. De interviewede efterspørger således analyser, der kan påvise sammenhængen mellem miljøforhold og økonomiske resultater.

Desuden kan man, som efterspurgt af flere interviewpersoner, gøre en indsats for, at offentligheden får kendskab til positive eksempler – solstrålehistorier – der kan inspirere: virksomheder, der kan fremvise en øget værdiskabelse som følge af have fokuseret på miljøstyring, eksempelvis et forbedret image. Den danske vindmøllesucces har haft en sådan effekt. Internationale eksempler på, at investorer og banker har draget økonomisk fordel af et øget miljøfokus, kan også vise vejen og skabe opmærksomhed.

Imidlertid må det erkendes, at empiriske data indtil videre ikke er entydige med hensyn til den økonomiske sammenhæng mellem miljø og økonomi; det foreliggende vidensgrundlag tyder på, at investeringer i miljø ikke koster afkast, men at der ej heller er nogen tydelig miljøpræmie.

Hvis man af samfundsmæssige hensyn ønsker at fremme grønne finansmarkeder, kan det derfor blive nødvendigt at stimulere markedet ved, at det offentlige bidrager til at skabe tydelige økonomiske incitamenter. Blandt de forslag, der stilles af undersøgelsens deltagere, er, at virksomheder, der gør en særlig miljøindsats, belønnes, fx. gennem skattepolitikken, således at deres værdi som investeringsobjekter øges.

Barriere: Finansinstitutionerne betragter det ikke som deres opgave at drive virksomhedernes opmærksomhed på miljøforhold

Finanssektoren peger således på andre aktører, der mere naturligt og mere effektivt skal drive virksomhedernes miljøindsats frem:

Virksomhederne selv

Det er opfattelsen blandt de interviewede, at danske virksomheder er mindst et skridt foran investorer og banker for så vidt angår miljøbevidsthed. Miljøvurdering kræver ofte teknisk ekspertise, som findes i virksomhederne eller blandt deres rådgivere, hvorimod finansinstitutionerne mangler de nødvendige kompetencer til for alvor at gå ind i vurderingen af miljøforhold. Alt i alt er det en arbejdsdeling, som hovedparten af de interviewede finder naturlig. Ligeledes er det virksomhederne, der har størst indsigt i *markederne* og derfor hurtigst bliver opmærksomme på muligheden for at markedsføre produkter med høj miljøværdi. Investorer vil følge virksomheder og forbrugeres bevægelser, ikke omvendt. Alt i alt er det de interviewedes opfattelse, at virksomhederne er så bevidste om miljøforhold, at finanssektoren ikke i nævneværdigt omfang kan bidrage med noget nyt.

Endvidere er der en tendens til, at finanssektoren betragter miljøstyring og miljøprofilering som et ledelsesansvar; finansinstitutionerne finder det ikke naturligt at blande sig i virksomhedernes valg af strategi på det niveau.

Forbrugere

Finanssektoren peger endvidere på forbrugere som en central drivkraft i udviklingen. Hvis forbrugerne sender signaler til virksomheder og finanssektoren om, at de foretrækker og er villige til at betale for produkter, der er produceret miljøvenligt, vil finanssektoren i højere grad investere i sådanne virksomheder.

Det offentlige

Repræsentanter for banksektoren peger endvidere på den offentlige sektors rolle som værende meget mere betydningsfuld for virksomhedernes fokus på miljø – dels gennem reguleringsmæssige krav, der kan sætte nye standarder, dels ved at tilbyde miljøorienteret erhvervsstøtte.

Endvidere peges der blandt nogle aktører på, at hhv. individuelle opsparende og pensionskunder i højere grad skal efterspørge grønne investeringer. I det pensionskasser og -selskaber disponerer over en store sum, kan disse hurtigt flytte fokus i den øvrige del af branchen.

Mulighed: Stimulere andre markeder og aktører

Der kan være behov for en fortsat indsats for at stimulere også forbrugsmarkedet for grønne produkter.

For så vidt angår individuelle investorer og pensionskunder hæmmes udviklingen af det dårlige aktieklima, og potentialet her er således på nuværende tidspunkt nok noget begrænset. Men i takt med at pensionskassemedlemmer får mulighed for frit at vælge, hvor de vil placere deres pension, kan det være relevant at søge at påvirke deres opmærksomhed på mulighederne for at lægge vægt på miljøparametre i deres valg.

Mulighed: Udbygge dialogen med finanssektoren

Endvidere kan det, såfremt det politisk betragtes som ønskeligt at øge finanssektorens miljømæssige engagement, være frugtbart at indlede en dialog med finanssektorens institutioner om sektorens ansvar og rolle i frembringelsen af grønne markeder.

Barriere: Manglende opmærksomhed pga. særlige danske forhold

Flere fremhæver, at der i Danmark i sammenligning med andre nordeuropæiske lande har været meget begrænset opmærksomhed omkring finanssektorens eventuelle rolle for de grønne markeder. Der angives flere forklaringer herpå:

- De større danske virksomheder opfører sig generelt, som man siger, *pænt* i miljømæssig forstand; hvorfor der har været få opmærksomhedsskabende miljøskandaler. I de tilfælde, hvor der har været sådanne diskussioner, eksempelvis Cheminova-sagen, har det faktisk skabt debat om investorernes muligheder for at presse virksomhederne til en anden adfærd. Sager som denne skærper finanssektorens opmærksomhed omkring miljøforhold.
- Danmark har i modsætning til fx. Sverige ikke nogen bred aktiekultur; de færreste danskere ejer aktier – eller ejer dem kollektivt i arbejdsmarkedsbaserede obligatoriske pensionsopsparinger. Bevidstheden, om hvordan pengene investeres, er derfor mindre, fordi den brede befolkning ikke selv har skullet tage stilling til investeringen af disse midler. Der har derfor ikke været noget generelt pres fra pensionskasser og individuelle investorer.
- Dansk erhvervslivs struktur med mange små og mellemstore virksomheder indebærer, at store potentielt indflydelsesrige investorer kun i middel grad sætter deres fingeraftryk på dansk erhvervsliv. Mange virksomheder henter ikke kapital ved eksterne investorer, og de, der gør, fylder relativt lidt i de institutionelle investorers porteføljer.

Der foreslås ingen særskilte tiltag, idet det vurderes, at de øvrige tiltag ligeledes vil øge opmærksomheden omkring finanssektorens rolle i en grøn markedsøkonomi.

Barriere: Mangelfuld information

Flere af de institutionelle investorer, der lægger miljømæssige principper til grund for deres investeringer, efterspørger overskuelig, relevant og komprimeret information om virksomhedernes miljøforhold. Andre, mindre finansinstitutioner efterlyser let tilgængelig adgang til information om branchers og virksomheders miljøforhold, bl.a. med henblik på at kunne gennemføre hurtige screeninger.

Mulighed: Værktøjer

Der vurderes ikke at være behov eller interesse for et meget detailpræget værktøj til analyse af virksomhedernes miljøforhold, men flere efterspørger en lettilgængelig vidensressource, der kunne bruges til en indledende screening af, om og hvilke miljøforhold der kunne være relevante i en given branche. Det ville således være hensigtsmæssigt at undersøge, om eventuelt eksisterende vidensressourcer er relevante og anvendelige og i givet fald at søge at skabe kendskab til disse i finanssektoren (fx. kontaktpersonlister og opslagsværker). Der kunne med fordel oprettes et indledende kontaktpunkt, som kunne hjælpe spørgeren videre til relevante ressourcepersoner eller vidensredskaber. I givet fald skulle der gøres en informationsindsats over for sektoren.

Ligeledes kunne der igangsættes et udviklingsarbejde med henblik på at udarbejde en metode til at informere om virksomheders miljøforhold på en komprimeret og relevant måde, eksempelvis med udgangspunkt i Environmental Accounting Management udviklet i FN regi.

Summary and conclusions

This study of environmental practices in the Danish financial community shows that financial institutions pay attention to the environment matters in their evaluation of companies. Hence, many financial institutions check whether the companies to whom they extend credit or in which they invest, comply with environmental regulation.

However, the study also finds that the financial community primarily considers risk-related environmental factors. Hence, there is only limited faith within the Danish financial community that environmentally sustainable companies will generate superior returns, as is otherwise suggested by parts of the international financial community. This study, therefore, does not support expectations that sustainable financial markets, where financial institutions act as a driving force for environmentally oriented businesses, will emerge of their own accord. For the financial institutions to increase their environmental focus the sector must have stronger economic incentives than market signals are currently offering.

On the other hand, nothing in the study indicates that green businesses are faced with financial barriers due to scepticism in the financial sector.

Background and research question

The study *Environmentally sustainable markets: the role of financial actors* examines the role of financial actors in bringing about environmentally sustainable markets, i.e. markets in which all market transactions include environmental parameters.

The financial community can promote environmentally sustainable markets through two mechanisms: Firstly, as a supplier of risk bearing capital the financial institutions constitute a framework for the development of cleaner technologies, cleaner products or sustainable production processes. Secondly, the *financial* sector may serve as a driving force for increased sustainability among their customers by including environmental criteria in their credit and investment valuations. The present study focuses on the latter mechanism, primarily, since this involves by far the larger share of the activities of the financial community.

The present study examines the following question: *How do financial actors incorporate environmental parameters in their investment and lending activities?* We were interested in knowing if and how environmental issues affect the way financial institutions evaluate risk factors as well as profitability of specific financial engagements. The analysis identifies key barriers to as well as opportunities for increased environmental focus in the financial market. Furthermore, we propose a simple model for how financial actors might include environmental aspects in their financing decisions.

Financial actors in this context refer to banks, pension funds, investment associations, venture capital companies and other institutional investors. Individual investors are also included in the analysis as a separate study group.

Data

The analysis is based on a detailed study of two cases: intensive pig farming and textile production. In each of the case studies we examine specific examples of credit or investment decisions. The purpose of this approach is to develop detailed insight into which issues are considered in financial assessments, and which criteria actually determine the decisions. To broaden the study, the case analyses are supplemented with personal interviews with a number of financial actors; these include representatives of traditional financial institutions as well as bankers and investors with an explicit ethical and/or sustainable profile. The object of the study is the financial community in general, rather than explicitly green financial institutions. Following this, the specific examples examined in the case analyses do not concern explicitly green companies.

Individual investors are included in the analysis in order to ascertain the interest of this segment in investment products based on sustainable/ethical investment principles. This part of the analysis is based on interviews with investment associations that offer investments targeting sustainable businesses. But also pension fund representatives have been interviewed for this part of the study, as these funds have been in the public spotlight regarding investment principles. Thus, we examine whether pension fund customers, who can be likened to individual investors, put pressure on their funds to introduce ethical and sustainable investment principles.

The data collection method is largely qualitative interviews, either in person or by telephone. Qualitative interviews offer depth of understanding rather than breadth, so the study cannot claim to be statistically representative of the financial sector. However, it is our assessment that the study offers an adequate view of the prevailing practices and rationales of the sector, partly because the study covers a broad range of actors and partly because the study reveals a high degree of homogeneity in the financial sector regarding environmental issues.

Rationales for environmental focus in the financial community

Under the auspices of the United Nations and other leading international institutions, there is a widespread discourse concerning the responsibility of the business community for bringing about a sustainable global economy (environmentally and otherwise). The financial sector has been identified as a potential driving force in this process. In countries such as the United States and the United Kingdom many, so-called socially responsible investment funds have emerged, founded on value-based investment principles such as environmental sustainability. The arguments for socially responsible investment fall into two categories: one is an ethical approach to environmental sustainability; the other rests on economic motivation. The ethical – or political – approach rests on the viewpoint that the financial sector carries a moral responsibility for contributing to sustainable development. The economic approach simply argues that it is in the economic interest of the financial institutions to do so, as, goes the argument, socially and environmentally responsible corporations will outperform traditional corporations and therefore represent better investments.

The economic argument involves both negative and positive drivers for focusing on environmental issues. Companies who handle environmental matters in a sloppy, irresponsible or illegal manner risk liability suits, fines and damages to their reputation, all of which entail financial risk, which is of concern to risk averse banks and investors. Negative environmental drivers in the financial sector therefore concern risk assessments in lending and investment decisions.

But some take the economic argument one step further and claim that financial institutions should be concerned with the value creating potential of environmentally sustainable business practices. Corporations at the cutting edge of integrating environmental concerns into their products and production processes may realise savings due to resource optimisation and obtain competitive advantages; in the best case scenarios, sustainable practices may result in a branding effect. Positive drivers thus relate to the profitability of investments.

Findings and conclusions

The main findings of the study are summarised below, as this section outlines the practice and attitudes of the Danish financial sector regarding incorporation of environmental criteria in their credit and investment decisions.

The role of environmental and other criteria in financial assessments

The key criteria when a financial institution assesses a credit application or an investment opportunity is that the company in question is in good economic standing, that it exhibits growth potential, and that it is run by a competent and forward-looking management. Environmental management may figure as one of many indicators of good management.

As concerns the status of *environmental parameters*, the study shows that creditors and investors generally do pay attention to environmental factors when they make financing decisions. But the level of attention paid ranges from a full-fledged probing of the environmental record of the company to a mere recognition that environmental factors could be important. For most of the financial institutions interviewed, environmental issues are limited to a simple check of the company's compliance with environmental regulation. Banks in particular emphasise that they ensure that companies have obtained all permits required by law. Unlawful environmental conduct is considered a financial risk factor, and several banks state that they fear that a company's unlawful or indefensible environmental conduct will hurt the image of the creditor.

The weight given to environmental factors in financial assessments varies with the character of the production in question and with the size of the financial engagement. Companies with potentially environmentally harmful productions receive a more thorough scrutiny, particularly as the size of the financial engagement increases. But financial institutions view environmental factors as one set of risk factors among many. Several of the interviewees point out that they are better off focusing their attention on risk factors other than environmental ones, for instance market conditions, because experience shows that failure to consider such factors are more likely to incur losses than failure to consider environmental factors.

The study further shows that the confidence in sustainable business practice as a positive economic driver is relatively limited in the Danish financial community. The interviewees generally recognise that proactive environmental management may lead to competitive advantages and resource savings, but most of those interviewed place environmental factors far from the top of the list of parameters that determine the success of a company. Only few of the financial institutions in the study consistently inquire about environmental management practices when considering a loan or an investment.

However, financial actors who have moved into the field of environmental and ethical investments indicate that they expect environmentally sustainable companies to deliver above-market returns. The extent of socially responsible investments (ethical, environmentally sustainable or cleaner technologies) in this study is estimated at 1.4 billion DKK² – a rather modest level.

Retirement funds to a lesser degree than other participants in the study focus on the economic implications of environmental management. Those retirement funds that consider environmental issues in their investment practices refer to ethical motivation. Generally, the pension funds focus more broadly on *corporate governance*; this applies to environmental issues to the extent that pension funds may abstain from investing in companies who act environmentally irresponsibly. The practice, thus, is one of negative screening, and environmental parameters do not appear to be a key principle in the investment decisions of retirement funds.

The study does not offer conclusive evidence of the potential demand among individual investors and pension fund clients for greener investment portfolios. Firstly, opportunities for demanding environmentally sustainable investments are a recent phenomenon, which requires more time for evaluation. Secondly, developments in the stock markets in recent years have discouraged new customers from entering the stock market (which is relatively small in Denmark). Thus, although investment associations had registered a large prior interest in ethical and sustainable investment products, the most recent offerings of such products have been met with lower-than-expected demand. This is explained with reference to the stock market situation. However, the pension funds have not experienced significant pressure for environmentally sustainable investments, neither now nor before the stock market plummeted.

Conclusions

The findings of this report can be summed up in these main conclusions:

- *The Danish financial community is aware that it pays to check the environmental record of companies when considering loans or investments.*
- The financial institutions include environmental factors in their assessments to the extent they consider it financially necessary, i.e. when suggested by the character of the company (regarding environmental impact) and the size of the financial engagement.

² Calculated as the volume of portfolios in mutual investment funds, retirement funds or venture capital funds invested according to value-based principles or in environmental technologies and cleaner technologies such as sustainable energy production.

- The financial institutions generally focus on the risk factors associated with environmental conduct, including compliance with environmental regulation. But a few investment associations have gone a step further to establish investment portfolios with an environmental profile in the expectations that environmentally oriented companies will yield above-market returns, and that such investment products will answer market demands.

It can be concluded, then, that the financial community currently does not represent an actual driving force in a market-based environmental policy. The ambition to promote efficient sustainable markets rests on the assumption that *market forces* will encourage financial institutions to include environmental parameters in their decisions. But market signals at this point do not seem sufficiently clear to give financial institutions the impetus to include environmental parameters to any larger degree than they currently do.

On the other hand, the study does not indicate scepticism among bankers and investors regarding environmentally sustainable companies. There appears to be no financial barriers for the development of environmentally sustainable companies and products.

Barriers and opportunities

Based on the findings summarised above this section outlines the most important barriers to an increased focus in the financial community on environmental issues. It also lays out possible measures to overcome these barriers.

Barrier: The financial community lacks economic incentive to increase its environmental focus

As mentioned, the majority of the interviewees do not consider environmental matters to be decisive for the economic success of businesses in general, except for the financial risk associated with the lack of compliance with environmental regulation. Market signals have not been sufficiently clear to convince the financial institutions to increase the weight of positive environmental factors in their analyses and decisions. Several interviewees point out that consumer markets, with a few exceptions, have not rewarded sustainable products with significantly larger demand.

Measure: Document the economic benefits of including environmental factors in financial decisions

The analysis shows that it will be necessary to document to the financial sector the economic benefits of incorporating to a larger degree environmental parameters in their analyses. The economic incentive would be greater to the extent it would be possible to demonstrate the precise economic value of environmental management on the bottom line of companies, either in terms of negative value of environmental risk or positive value of market advantages or cost savings. Those interviewed request analytical tools that can demonstrate the correlation between environmental management and economic outcome, in a form that is relevant to financial analysts.

Furthermore, it is suggested by several of those interviewed that it would be valuable to bring to the fore positive examples that may provide inspiration: businesses whose key figures have improved due to proactive environmental practice, for instance through a better image. International examples of financial institutions that have benefited from paying attention to environmental issues would also lead the way and create the necessary attention to the issue.

However, empirical data on the correlation between environmental management and financial payoff is not unequivocal. An overview of studies of the relationship between socially responsible investment practices and rates of return indicates that while such investment principles do not diminish investment returns, they also do not yield above-market returns as suggested (UBS Warburg).

This implies that, if a political objective is to promote sustainable financial markets, it may be necessary to stimulate such markets through public contributions to the proper incentive structures. The interview persons suggested that sustainable businesses be rewarded economically, for instance through the tax structure, in order to increase their value as investment objects.

Barrier: The financial institutions do not acknowledge expectation that they should act as a driving force

The participants in this study tend to point to other actors whom they consider in a better position to push for sustainability in the economy.

Production companies

The interviewees find that Danish companies are well ahead of the financial institutions when it comes to awareness and knowledge of environmental factors. Assessment of environmental factors typically requires technical expertise. Such expertise is often on hand within the companies or with their advisers, while financial institutions by their own account generally lack the necessary expertise to carry out environmental assessments of a specific company. The financial community considers this an appropriate division of labour. Likewise, the companies are better positioned to know the specific markets for their products, and are therefore quicker to detect market trends, including opportunities for marketing products with a high environmental profile. Investors tend to follow the movements of companies and consumers, rather than vice versa.

Furthermore, financial institutions tend to view environmental management and profiling as a management issue; the financial institutions do not see it as their role to get involved at that level of strategic considerations.

To sum it up, the financial sector, as represented in this study, is of the opinion that Danish businesses are so well aware of environmental issues that the financial institutions would have nothing to contribute as a driving force.

Consumers

Representatives of the financial community also point to consumers as a central driving force in the development of sustainable businesses. If consumers were to signal to businesses and the financial sector that they prefer and are willing to pay for environmentally sustainable products, the financial sector will increase its investments in such companies.

The public sector

Representatives of the banking sector identify the public sector as a very important actor in the effort to increase the environmental focus of the business sector. They point out that government through environmental regulation has driven the development for higher environmental standards, and through environmentally oriented subsidies and other support they have contributed to a rather high environmental awareness among Danish businesses.

Retirement funds

Finally, some interviewees point out that individual investors and pension funds could influence the rest of the financial community by demanding environmentally sustainable investment products. Given the large sums controlled by the pension funds in particular, a different investment profile here could swiftly change the focus of the rest of the financial community.

Opportunity: Stimulate other markets and actors

There appears to be a need for a continued effort to stimulate consumer markets for environmentally sustainable products so that these may in turn send the market signals necessary for the financial community to take further initiatives.

As for individual investors and retirement funds, development towards greater environmental focus is hampered by the current climate in the stock markets. This means that the potential for change in this domain appears somewhat limited at present. But as pension fund customers are offered increasingly free choice among pension funds, it might be useful to highlight the opportunity for including environmental parameters in their selection criteria.

Measure: Develop dialogue with the financial sector

If it is a policy objective *eo ipso* to increase the environmental focus on the financial sector it may be worthwhile entering into a dialogue with the institutions of the financial community about the role of this sector in the promotion of environmentally sustainable markets.

Barrier: lack of attention to environmental matters due to specific Danish circumstances

Several interview persons suggest that the attention to the role of the financial community for the development of sustainable markets has been relatively sparse in Denmark compared to other northern European countries. They offer several explanations:

- Large Danish companies tend to have decent environmental track records; hence there have been only few environmental scandals. Few such instances have generated considerable debate about environmental responsibilities of companies and have also brought into focus the power of financial actors.
- Denmark, as opposed to Sweden, has a rather rudimentary private shareholder culture; relatively few Danes own stock – or they own stock collectively through mandatory workplace-related pension funds. This leads to low awareness about investment principles of the funds, because few people have been faced with making active choices.
- The structure of the Danish business sector with its many small and medium-sized enterprises implies that the influence of large institutional investors on the Danish business sector is somewhat limited. Many companies do not obtain capital from external investors, and those who do constitute a rather insignificant share of the portfolios of institutional investors.

No specific measures are suggested, as we expect that some of the other measures suggested will also help increase attention to the role of the financial sector in an environmentally sustainable economy.

Barrier: Inadequate information

Several of the investment funds that apply sustainability principles to their investments call for easy-to-grasp, relevant and well-organised information about environmental matters of a given company. Small financial institutions participating in the study request easily accessible information about environmental issues pertinent to specific trades or businesses – information that would allow them, for instance, to conduct simple screenings for relevant environmental issues during processing of an application.

Measures: Information tools

It is our assessment that the financial community at large has no need for a comprehensive and detail-oriented tool for analysis of environmental management. But it might be useful to initiate development of a simple accounting method regarding individual companies' environmental records, for instance based on the Environmental Accounting Management developed under the auspices of the United Nations.

Also several participants have called for an easily accessible information source for preliminary screening of potential environmental factors relevant to a given trade. We suggest therefore examining if existing information sources are applicable (e.g. contact persons for specific topics or trades or works of reference). A single entry point into the environmental regulatory and advisory system might be useful for efficient processing of inquiries to relevant resource persons or tools. In case such an entry point were established it would be beneficial to run an information campaign in the financial community.

1 Projektets formål og baggrund

1.1 Indledning

Det er regeringens politik, at miljøpolitiske mål til dels skal opnås ved hjælp af markedets egendynamik. Ambitionen er således at opnå *velfungerende grønne markeder*, hvorved forstås, at miljø indgår som en parameter ved alle markedstransaktioner i hele værdikæden. Projektet *Velfungerende grønne markeder: finansielle aktørers rolle* belyser således, om og hvordan miljøparametre indgår i beslutninger på finansmarkederne.

Den finansielle sektor kan bidrage til at fremme grønne markeders funktion ad to veje: for det første udgør finanssektoren en *rammebetingelse* for virksomhederne i form af risikovillig kapital til udvikling af renere teknologier og andre udviklingsprojekter med miljømæssige perspektiver. For det andet kan finanssektoren fungere som *drivkraft* med hensyn til at øge erhvervslivets generelle opmærksomhed på miljøaspekter, fx. ved i deres finansieringsvurderinger at lægge vægt på miljøstyring og miljørelaterede markedspotentialer. Undersøgelsen har primært fokuseret på finanssektorens relation til erhvervslivet som helhed og dermed rollen som potentiel drivkraft, idet den derved omfatter en langt større del af finanssektorens virke.

Projektet bidrager således til at forbedre videngrundlaget vedrørende en grøn markedsøkonomi. Regeringen har igangsat en analyse om mulighederne for praktisk brug af markedsorienterede redskaber til at fremme et bedre miljø. Nærværende projekt har til formål at give et dybtgående kendskab til finanssektoren, en strategisk vigtig aktør der er omfattet af projektet "Grøn markedsøkonomi". Projektets resultater vil således supplere rapporten om grøn markedsøkonomi, for så vidt angår finansielle aktører. For Miljøstyrelsens produktionsorienterede programmer som Renere Produkt-programmet er det endvidere relevant at få en bedre forståelse af de finansielle aktørers rolle som rammebetingelse for udviklingen af miljøvenlig teknologi og produktion, herunder om de finansielle aktører udgør en barriere for finansiering af miljøvenlig(e) produktion/produkter.

1.2 Problemstilling

Projektet har således undersøgt følgende problemstilling: *hvordan agerer de finansielle aktører, dvs. investorer, kreditinstitutioner og andre kapitalformidlere, med hensyn til at inddrage miljøparametre i deres investerings- og långivningsvirksomhed?* Specifikt er det undersøgt, om miljøparametre indgår i vurderinger af finansielle risici og af rentabilitet. Analysen afdækker eventuelle barrierer for inddragelse af miljøhensyn i finansieringsvirksomhed med henblik på at identificere muligheder for at stimulere de finansielle aktører til i højere grad at inddrage miljøparametre.

Endvidere har projektet haft til formål at skitsere en model for, hvordan finansielle aktører *kunne inddrage* miljøaspekter i deres investerings- og långivningsbeslutninger ud over de forhold, der traditionelt indgår i så-

danne vurderinger. Modellen opstiller rammer for en bred og fleksibel inddragelse af miljøhensyn, og den er målrettet mindre finansvirksomheder, der ikke har egne vurderingsredskaber men som ikke nødvendigvis finder internationale indeks og vurderingsværktøjer relevante eller anvendelige.

1.3 Aktører i undersøgelsen

Hovedvægten i undersøgelsen ligger på relationen mellem finansielle aktører og virksomheder. De finansielle aktører omfatter banker, pensionssektoren, investeringsforeninger, kapitalformidlings- og investeringsselskaber. Finansanalytikere indgår ikke i denne undersøgelse, idet disse ikke fastlægger egentlige investeringsprincipper. Det skal fremhæves, at undersøgelsens fokus er erhvervslivet og finanssektoren *generelt*, frem for eksplicit grønne aktører.

Undersøgelsen omfatter endvidere individuelle private investorer, der kan påvirke finansmarkedet direkte ved at investere pension eller anden opsparing i miljøvenlig produktion gennem investeringsforeninger, der inddrager miljøparametre. Individuelle investorers rolle som efterspørgere af grønne investeringer belyses eksplorativt.

1.4 Begrebsafklaring

Diskussionen om miljøvenlige investeringer har berøringsflade med den internationale debat om virksomheders sociale og miljømæssige ansvar og overordnet til den internationale bevægelse omkring *corporate governance*, som angiver en generel tilslutning til principper om etisk forsvarlig adfærd. Det har i forbindelse med projektet været diskuteret, om undersøgelsen skulle omhandle *bæredygtig* adfærd, der i mange sammenhænge hviler på tre ben: social bæredygtighed, herunder arbejdsmiljø, miljømæssig bæredygtighed og økonomisk bæredygtighed.

I udgangspunktet afgrænses begrebet i dette studie til miljømæssig bæredygtighed, defineret som inddragelse af miljøaspekter i produktion og produkter. I praksis har det i dataindsamlingen ikke været muligt at opretholde sondringen, idet undersøgelsens deltagere repræsenterer forskellig praksis. Så vidt muligt gengiver rapporten den af interviewpersonerne valgte terminologi.

1.5 Rapportens opbygning

Udover dette indledende kapitel er rapporten disponeret på følgende vis:

Undersøgelsens væsentligste resultater og konklusioner er opridset i det foregående kapitel *Sammenfatning og konklusioner*

Kapitel 2 redegør for undersøgelsens metode og datagrundlag.

Kapitel 3 skitserer overordnet den finansielle sektor, herunder typer af aktører, finansielle aktørers muligheder og rationaler for at inddrage miljøaspekter i finansieringsbeslutninger og redegør kort for omfanget af sociale og grønne investeringer i Danmark og internationalt.

Kapitel 4 redegør på baggrund af caseanalyser og det øvrige datamateriale for finanssektorens praksis med hensyn til at inddrage miljøaspekter i finansieringsbeslutninger.

Bilag A opstiller forslag til en model for, hvordan finansvirksomheder kan ind-
drage miljøfaktorer i deres beslutninger.

Bilag B redegør for de væsentligste reguleringer af de to cases *svineproduktion*
og *tekstiler*.

2 Metode

Kapitlet beskriver de dataindsamlingsaktiviteter og metoder, der er anvendt i undersøgelsen. På baggrund heraf vurderes kvaliteten af data, og det anføres, hvor datagrundlaget kunne forbedres. Sidst i kapitlet opstilles en samlet liste over interviewdeltagere fordelt på virksomhedstype og størrelse, men anonymiseret.

2.1 Aktiviteter i forbindelse med dataindsamling

Undersøgelsens problemstilling er belyst gennem casestudier af finansieringsmønstre i to udvalgte brancher. Der er endvidere suppleret med en række interviews med finansielle aktører, der ikke har relation til caseområdet. Dataindsamlingsformen har været kvalitative interviews af 1-2 timers varighed, enten personlige eller per telefon. Alle interviews har været semistrukturerede, baseret på en interviewguide, men interviewformen har været relativt åben.

2.1.1 Indledende interviews

Som forberedelse til caseanalysen er der gennemført enkelte interviews med banker og investorer, der har erfaring med at inddrage miljøhensyn i deres investeringer/långivning. Hensigten har været at afdække disse aktørers overvejelser og metoder samt identificere centrale problemfelter for undersøgelsen.

2.1.2 Caseanalyser

Følgende tre brancher blev udvalgt til caseanalysen:

- Den danske svinesektor.
- Tekstilprodukter
- Energirigtige produkter

De tre cases valgtes, fordi de dækkede miljø- og energiområdet bredt, ligesom finansieringsmønstrene i de tre brancher var forskellige, hvilket skulle gøre det muligt at inddrage et bredt spektrum af aktører inden for finanssektoren.

Tilsammen gav de tre cases mulighed for ud fra forskellige vinkler at belyse miljøaspekter i relation til finansieringsbeslutninger: Ekspansionen af svineproduktion udgør et forholdsvis traditionelt finansieringsprojekt, der primært finansieres af banker og realkreditinstitutter; casen tekstiler blev valgt, fordi der har været en del opmærksomhed omkring miljøstyring i branchen. Der er mulighed for at opnå miljøcertificering under EUs blomstermærke, men miljøvenlighed er ikke i nævneværdig grad slået igennem som salgspareparameter på markedet. Finansieringskilderne i denne case er forskellige typer af investorer. Casen energibesparende produkter blev udvalgt, fordi produktudviklingen på området var relativt moden og energiforbrug et veletableret salgspareparameter. Imidlertid er det ikke lykkedes at finde relevante og villige deltagere inden for denne case, som derfor er udgået. I stedet gennemførtes en analyse af et ventureselskab, der bl.a. investerer i elektronik-virksomheder, men fokus her er venturefinansiering og kun i mindre grad elektronikbranchen.

For hver case er der gennemført interviews med hhv. virksomheder og finansielle aktører. Med udgangspunkt i en detaljeret gennemgang af et konkret projekt er det søgt afdækket, om og i givet fald hvordan investorer og långivere inddrager miljøhensyn i overvejelserne omkring finansieringsbeslutninger.

Hensigten med at tage udgangspunkt i konkrete eksempler var at opnå en nuanceret indsigt i, hvilke forhold finansieringsinstitutioner inddrager i deres beslutninger vedrørende finansiering, og hvilke kriterier der er *afgørende* for beslutningerne. Endvidere skulle metoden afdække eventuelle forskelle i virksomheders og finansieringsinstitutioners viden om og betragtninger vedrørende miljøaspekter.

Eksemplerne er udvalgt således, at de ikke omhandler eksplicit *grønne virksomheder*, men derimod brancher hvor miljøaspekter spiller en klar rolle. Begrundelsen herfor er, at fokus på miljøvenlige virksomheder kunne medføre, at undersøgelsen primært ville komme til at omhandle ligeledes miljøbevidste finansinstitutioner – mens målet var at afdække, hvilken praksis der præger finanssektoren som helhed.

På caseområdet *svineproduktion* er der taget udgangspunkt i to forskellige svinebedrifter, der blev identificeret efter kontakter til landbrugsrådgivere og kilder i landbrugsorganisationerne. I begge tilfælde var der tale om finansiering af store bedriftsudvidelser, således at begge bedrifter har karakter af intensiv svineproduktion. Caseanalysen bygger således på interviews med de to landmænd samt deres bankrådgivere. Endvidere er der – for at sikre at casene afspejler branchen – interviewet yderligere to banker, et realkreditinstitut samt repræsentanter for salgsleddet. I alt er der gennemført ni kvalitative interviews.

Caseanalysen på området *tekstiler* bygger på fire eksempler på finansieringsbeslutninger. Disse blev identificeret gennem indledende interviews med aktører i finansieringsinstitutioner, som havde kendskab til konkrete eksempler på virksomheder, der inden for de seneste år har skullet skaffe kapital. Der er interviewet 2 virksomheder, idet det ikke i alle fire eksempler var muligt at interviewe de relevante personer hos virksomhederne, og 4 investorer – såvel kapitalformidlingsselskaber og investeringselskaber som større institutionelle investorer. Endvidere er der gennemført indledende interviews med to virksomheder, der tilhører frontløberne i branchen, for så vidt angår miljøstyring og produktion af grønne tekstiler.

I stedet for casen energirigtige produkter undersøgtes venturefinansiering. Der blev gennemført indledende forespørgsler til relativt nystartede virksomheder inden for computerelektronik, der havde fået kapital fra et ventureselskab. Virksomhederne ønskede i sidste ende ikke at deltage, men finansieringskilden ville gerne deltage i et interview om sin generelle praksis. Da ingen af undersøgelsens øvrige finansieringskilder dækker venturefinansiering, blev ventureselskabet inddraget i undersøgelsen for at få afdækket de særlige forhold, der gør sig gældende omkring denne form for finansiering. Casen omhandler således venturefinansiering snarere end elektronikbranchen.

2.1.3 Supplerende interviews

Dataindsamlingen omfatter endvidere en række interviews med finansielle aktører, der ikke har relation til de to cases. Hensigten hermed har været at sikre, at undersøgelsen dækker finanssektoren bredt; de supplerende inter-

views har skullet belyse, om de forhold, der gælder de to caseområder, har relevans ud over de to brancher. De supplerende interviews omfatter banker, pensionskasser og investeringsforeninger.

2.1.4 Individuelle investorer

Som en særlig case skal undersøgelsen afdække individuelle investorers muligheder og interesse for at placere deres pensionsmidler og anden opsparing efter bæredygtigheds- og lignende kriterier. Denne del af undersøgelsen bygger på de erfaringer, der er gjort i investeringsforeninger, der med særlige afdelinger eller særlig miljøvenlig eller etisk profil giver investorerne mulighed for at målrette deres investeringer ud fra fx. sociale eller miljømæssige kriterier. Undersøgelsen redegør således for individuelle investorers interesse for sådanne muligheder, og der suppleres med data fra relevante interviews i den øvrige del af undersøgelsen.

2.1.5 Opsamling: Liste over interviewdeltagere

Pengeinstitutter:

Kreditafdelingerne i to af landets største banker
Filial af en landsdækkende bank
En regionalbank
En lokalbank
En "grøn" bank

Realkredit

Et af de tre største realkreditinstitutter på landbrugsområdet

Pensionskasser og forsikringsselskaber

Et stort privat pensionsselskab
En pensionsfond
Tre medlemsbaserede pensionskasser

Investeringsforeninger:

To investeringsforeninger, hver især tilknyttet større danske finanskoncerner
En etisk baseret investeringsforening

Kapitalformidlingselskaber

Tre – alle ventureselskaber

Endvidere et *investeringselskab*

Finanssektorens Uddannelsescenter

Caserelevante interview med virksomheder

Tre svineproducenter (Fyn og Jylland)
Danske Slagterier

To grønne tekstilvirksomheder
To traditionelle tekstilvirksomheder

2.2 Vurdering af datagrundlaget

De kvalitative interviews har givet en nuanceret forståelse af den generelle praksis i forskellige typer af finansinstitutioner, og de indsamlede data danner et godt grundlag for analysens konklusioner vedrørende barrierer og muligheder for øget miljøfokus i sektoren. Udgangspunktet i de konkrete eksempler har endvidere givet mulighed for at stille præcise spørgsmål til finansinstitutionernes generelle praksis og har dermed bidraget til at afdække flere lag af finanssektorens overvejelser og praksis vedrørende miljøforhold, end interviews af mere generel karakter ville have gjort. De interviewede har generelt bidraget med detaljeret information og åbenhed omkring deres overvejelser.

Med undersøgelsens valg af kvalitativ metode har målet været at skabe *indsigt* i finanssektorens funktion i relation til fremme af grønne markeder; datagrundlaget kan således ikke gøre krav på statistisk repræsentation af branchens mange aktører. Imidlertid vurderes det, at datagrundlaget giver et rimeligt billede af finanssektorens overvejelser vedrørende miljøfaktorer; dels fordi de fleste typer af aktører er inddraget i undersøgelsen, dels fordi der har vist sig at være relativt stor homogenitet på tværs af aktørtyper med hensyn til praksis. Dog skal det fremhæves, at datagrundlaget er stærkest for banksektoren, men også pensionssektoren og investeringsforeninger er afdækket i rimeligt omfang. Det kunne være frugtbart at gennemføre en særskilt analyse af finansanalytikere, for så vidt angår deres eventuelle inddragelse af miljøfaktorer i analyser af risici og afkast. Ligeledes kunne der gennemføres en mere omfattende undersøgelse af venturefinansiering, ikke mindst for at afdække kapitaludbuddet til virksomheder, der udvikler innovative miljøvenlige teknologier eller produkter, kunne en sådan undersøgelse være relevant.

3 Den finansielle sektor og miljø: forundersøgelse

Dette kapitel beskriver overordnet den finansielle sektor, herunder typer af aktører på det danske finansmarked, deres størrelse og betydning ift. dansk erhvervsliv, samt hvilke parametre finansielle aktører traditionelt lægger vægt på i kredit- og investeringsbeslutninger. Dernæst redegøres kort for de rationaler, der har været fremført i bestræbelserne på at udbrede miljøorienteringen i finanssektoren. Sidst i kapitlet skitseres udbredelsen af en grøn finanssektor internationalt og i Danmark. Hensigten med kapitlet er således at tegne den overordnede kontekst for undersøgelsen såvel i form af den internationale debat om bæredygtige investeringer som i form af nøgletræk ved den danske finanssektor.

Kapitlet bygger på litteratur og dokumenter samt på indledende interviews med repræsentanter for finanssektoren, herunder aktører med særlig fokus på miljø og etik.

3.1 Beskrivelse af den finansielle sektor

3.1.1 Aktører i den danske finanssektor

3.1.1.1 Pengeinstitutter

Pengeinstitutterne spiller en væsentlig rolle i tilvejebringelsen af kapital til små og mellemstore danske virksomheder. Pengeinstitutterne udgør således også den største aktør i den danske finanssektor med en andel på 37% af sektorens samlede balance, svarende til 1.922 mia. kr. fordelt på i alt 187 pengeinstitutter (pr. maj 2002, jf. Finansrådet). Den danske banksektor kendetegnes af en høj grad af koncentration. De fire største banker med en arbejdende kapital på 25 mia. kr. eller derover tegnede sig ved udgangen af 2001 for omkring 83% af banksektorens samlede balance (www.finansraadet.dk/fakta/). Ud over disse store banker består sektoren af en række regionale og lokale banker samt enkelte banker, der henvender sig til en bestemt niche, eksempelvis banker med særlig fokus på miljø og sociale forhold (Wendt: 27).

3.1.1.2 Realkreditinstitutter

Realkreditinstitutter råder også over en stor del af den samlede kapitalbalance, nemlig 31%. Realkreditinstitutterne har kun i begrænset omfang været inddraget i diskussionerne om grønne markeder.

3.1.1.3 Forsikringselskaber og pensionskasser

Pensionssektoren er den tredje store aktør i den danske finanssektor. Sektoren består af private livsforsikringselskaber, medlemsejede pensionskasser, ofte med tilknytning til en bestemt faggruppe, samt pensionsfondene ATP (herunder den særlige pensionsopsparing (SP) og den midlertidige pensionsopsparing (DMP)) og Lønmodtagernes Dyrtidsfond. I 2001 opgjordes den samlede balance i livsforsikringselskaber og pensionskasser til 922 mia. kr. fordelt på 97 virksomheder, mens de 4 pensionsfonde tilsammen havde en

balance på 330 mia. kr. I alt tegner pensionssektoren sig således for 24% af finanssektorens samlede balance (www.finansraadet.dk/fakta). Herudover er der en række firmapensionskasser, som er tilknyttet enkelte større virksomheder (Wendt: 74).

3.1.1.4 Investeringsforeninger

Foruden disse store finansielle aktører er der en række investeringsforeninger, hvis kunder er individuelle, private opsparende. Livsforsikringsselskaber, pensionskasser og -fonde investerer dog også nogle af deres midler gennem investeringsforeninger. I alt rådede investeringsforeningerne inkl. specialforeninger ved udgangen af 2001 over 283 mia. kr. svarende til 5% af finanssektorens samlede balance (www.finansraadet.dk/fakta).

Alle oven for nævnte finansielle aktører er reguleret ved lov og underlagt visse begrænsninger, der skal sikre indskydernes midler. Restriktionerne omfatter, afhængig af aktørtype, blandt andet krav om risikospredning og afkastoptimering (pensionskasser og livsforsikringsselskaber).

3.1.1.5 Kapitalformidlingselskaber mv.

Der findes endvidere en række virksomheder, der ikke skaffer kapital gennem indskud, men i stedet via aktieudstedelse eller optagelse af lån. Disse virksomheder, der bl.a. omfatter kapitalformidlingselskaber og investeringselskaber, er ikke underlagt restriktionslovgivningen (Wendt: 22). Det har ikke været muligt at opgøre omfanget af investeringer i dette regi.

3.1.2 Investeringer i danske aktier

I relation til finanssektorens rolle på grønne markeder har det relevans, hvor stor en andel af de samlede investeringsaktiver, der tilflyder danske virksomheder. Investorenes engagement i danske virksomheder har betydning for, hvor stor indflydelse denne del af finanssektoren kan få på grønne markeder.

Tabel 3.1: Oversigt over investorers investeringsaktiver, 2001. Mia. kr.³

	Investeringsaktiver, i alt	Heraf obligationer	Heraf aktier og andre kapital-andele	Heraf danske aktier og andre danske kapitalandele
Livsforsikringsselskaber	612,2	383,1	124,4	53,2
Pensionskasser	263,7	131,3	69,8	26,4
Pensionsfonde	324,7	139,3 ⁴	148,6	59,0 ⁵
Investeringsforeninger	280,0	135,0	137,1	15,3
I alt	1480,6	788,7	479,9	153,9

Kilde: Finanstilsynet. www.ftnet.dk (statistik). Årsrapporter for pensionsfonde.

³ Bogført værdi, hvor intet andet er anført

⁴ Opgørelsen over obligationer, kapitalandele og danske kapitalandele er eksklusiv Den midlertidige Pensionsopsparring og den Særlige Pensionsopsparring

⁵ For ATP opgjort i markedsværdi pr. 31.12.2001. Bygger på årsrapporter for hhv. LD og ATP.

Som det fremgår, er det en relativt lille andel af de institutionelle investorers kapital, der investeres i danske virksomheder. Blot 154 mia. kr. af samlede investeringsaktiver på 1480 mia. kr. tilflyder danske virksomheder. Endvidere viser tabellen, at investeringsforeningerne placerer ni kroner i udenlandske kapitalandele for hver krone, der kommer i danske virksomheder.

Det er forventeligt, at danske aktier udgør en relativt lille andel af investorernes porteføljer. Strukturen i dansk erhvervsliv med mange små og mellemstore virksomheder indebærer, at mange virksomheder ikke har eksterne investorer. Hertil kommer, at danske virksomheder pga. dansk økonomis relative størrelse ikke fylder meget i den samlede globale økonomi, hvilket bidrager til at begrænse udbuddet af danske aktier relativt til udbuddet af udenlandske aktier.

For vurderingen af danske finansielle institutioners mulighed for direkte at øve indflydelse på danske virksomheder er det derfor nødvendigt at kende den danske finanssektors ejerandel af danske virksomheder. Ifølge en opgørelse fra 1998 ejede de danske finansielle institutioner⁶ en betydelig men ikke altdominerende andel på 35% af den noterede aktiekapital på Københavns Fondsbørs. Udenlandske investorer ejede i 1998 omkring 28% af den noterede aktiekapital på Københavns fondsbørs, mens husholdninger dels gennem personligt ejede virksomheder, dels i form af aktieinvesteringer fra lønmodtagere mv. ejede 13% af aktierne (Økonomiministeriet: 101). Hertil kommer naturligvis ejerskab i ikke-børsnoterede virksomheder, men disse udgør en beskedent andel af de institutionelle investorers porteføljer.

På denne baggrund er det rimeligt at antage, at pengeinstitutterne er en nøgleaktør som den del af finanssektoren, der har bredest kontakthorisont til virksomhederne. Gennem kreditgivning kommer pengeinstitutterne i kontakt med de mange unoterede og personligt ejede virksomheder. Dertil kommer, at banksektoren står for en betydelig andel af venturefinansieringen. En undersøgelse viste således, at banksektoren i 1995 stod for over halvdelen af den danske venturekapital, mens det offentlige stod for 22% af venturekapitalen og pensionskasserne for 14% (Økonomiministeriet: 98).

De institutionelle investorer må vurderes at spille en rolle primært i forhold til de større, børsnoterede virksomheder.

3.1.3 Finansiering – traditionelle vurderinger af risiko og rentabilitet

Generelt gælder det for enhver form for kreditvurdering og investeringsovervejelse, at den skal afspejle afvejningen mellem krav til afkast og risikovillighed. Finansielle aktørers beslutninger træffes således på baggrund af en afvejning af følgende overordnede faktorer (Fayers):

1. Målsætning: Maksimere forventet porteføljeafkast.
2. Begrænsninger:
 - Risikospredning
 - Risikovillighed
 - Tidshorisont

⁶ Livs- og pensionsforsikringselskaber, pensionsfonde og -kasser

I vurderingen af disse faktorer anvender de finansielle aktører følgende kriterier og informationsgrundlag:

- Traditionelle regnskabsoplysninger. Disse oplysninger giver et historisk billede af virksomhedens økonomi.
- Nøgletal. Nøgletalsteknikker bruges til at udlede oplysninger om indtjening, likviditet og soliditet. Dermed fås et billede af, hvor sikker virksomhedens økonomi er, og hvor store værdier der ligger bundet i virksomheden.
- Oplysninger om ydre forudsætninger. Ydre forudsætninger inkluderer forventning til afsætningsmuligheder i branchen som helhed, og forventninger til konkurrenter i branchen.
- Oplysning om indre vilkår. Ledelsens forudsætninger og kvalifikationer og ledelsesforhold generelt. Medarbejdernes kvalifikationer. Virksomhedens kapitalstruktur. Produktionsapparatets tilstand herunder også om produktionsapparat lever op til lovgivningskrav, blandt andet miljøkrav, og om risiko for forurening og efterfølgende erstatningsansvar.
- Oplysninger om styring og måling. Styring og måling af virksomhedens værdier samt de værdiskabende processer og faktorer.

(Finansrådet, 1999: 22)

I det følgende gennemgås med udgangspunkt i den internationale debat om bæredygtige investeringer argumenter for at inddrage miljøparametre i risiko- og rentabilitetsvurderinger.

3.2 Miljøaspekter: rationale for inddragelse af miljøaspekter i finansieringsvirksomheder

Den internationale bevægelse for at øge finanssektorens engagement i bæredygtige virksomheder bygger på to sæt af argumenter for at inddrage sociale og miljømæssige aspekter i finansieringsvirksomhed: det ene er en *etisk* drevet tilgang til at fokusere på bæredygtig udvikling, det andet er *økonomisk motiveret*. De to sæt af argumenter eller motivationsfaktorer er ikke gensidigt udelukkende.

Den etiske tilgang repræsenteres blandt andet ved FN, som internationalt har slået til lyd for, at virksomheder, herunder finansvirksomheder, har *medansvar* for at sikre en *bæredygtig udvikling*. FN's Miljøprogram (UNEP) har således indgået et offentlig-privat partnerskab *Finance Industry Initiatives* med aktører inden for finanssektoren med henblik på at skabe opmærksomhed men også konkrete finansielle instrumenter, der kan skabe kapital til socialt og miljømæssigt bæredygtige virksomheder (UNEP).

Sideløbende med den etiske tilgang har dele af finanssektoren udviklet et *sæt økonomiske argumenter* for at investere i virksomheder, der opererer ud fra bæredygtighedsprincipper, herunder ikke mindst miljømæssig bæredygtighed. De økonomiske argumenter kan inddeles i henholdsvis negative og positive drivkræfter (se bl.a. Blum, Blumberg and Korsvold: 12).

De *negative* drivkræfter er relateret til finansielle risici: virksomheder, der ikke overholder miljølovgivningen eller som på anden vis udviser uforsvarlig adfærd i forhold til miljøet og risikerer at pådrage sig erstatningsansvar, indebærer en risiko for det finansielle engagement. Risikoaversion tilsiger således finanssektoren at være opmærksom på og eventuelt stille krav til virksomheders miljøforhold.

Men i den internationale finanssektor er der i stigende grad også fokus på miljøaspekternes potentiale som *positiv* drivkraft (environmental drivers). Argumenterne er, at virksomheder, der er på forkant med miljøforhold i produktion og produkter, kan opnå konkurrencefordele (early mover effect), og at de kan realisere besparelser i kraft af ressourceoptimering. Ofte vil sådanne virksomheder være på forkant med ny teknologi, blandt andet fordi opmærksomheden på miljøforhold skaber innovation. Disse faktorer viser sig på bundlinjen og smitter af på værdien af virksomhedernes aktier. Ligeledes betragtes miljøledelse af nogle som en vigtig indikator på god ledelse (for en detaljeret gennemgang af disse argumenter, se bl.a. Porter, Blum et al., UBS Warburg og Fayers).

I henhold til de kriterier, der traditionelt inddrages i finansieringsbeslutninger, jf. foregående afsnit, kunne negative miljøfaktorer inddrages i analysen af indre vilkår, mens eventuelle miljørelaterede markedsfordele kan analyseres under punktet ydre forudsætninger. Endelig kunne miljøstyringsfaktorer med fordel inddrages i analysen af styring og måling eller indre vilkår.

3.2.1 Investeringsstrategier

De investorer, der inddrager miljømæssige aspekter i deres investeringsporteføljer, benytter forskellige strategier (UBS Warburg).

- Negativ screening: her fravælges bestemte brancher, oftest ud fra holdningsbaseret motivation, fx. fravælges investeringer i bestemte brancher som våbenproduktion, men det kunne også være atomkraft eller visse kemikalier.
- Positiv screening: her tilvælges bestemte brancher (miljøteknologi) eller konkrete virksomheder, der efterlever de definerede krav til miljømæssig adfærd. Positiv screening på virksomhedsniveau kan også foregå på den måde, at miljøkriterier eller andre etiske kriterier afgør valget mellem to i øvrigt sammenlignelige virksomheder. Nogle benytter således en *best in class* tilgang, hvor man ikke på forhånd udelukker bestemte brancher men i stedet bevidst udvælger de virksomheder i en bestemt branche eller kategori, der bedst efterlever de ønskede principper.
- Aktionæraktivisme/dialog. Dette er en relativ ny trend, hvor aktionærer direkte forsøger at påvirke en virksomhed til at udvise miljømæssig og socialt bæredygtig adfærd eller indføre sådanne principper.

3.2.2 Empiri: sammenhængen mellem miljøorientering og økonomisk afkast

Dele af finanssektoren finder, at investeringer efter bæredygtige principper nødvendigvis må indebære, at investor må ofre afkast. Argumentet er blandt andet, at sådanne investeringer indsnævrer investeringsuniverset og dermed risikospredningen, ligesom man ikke nødvendigvis vil kunne investere i de virksomheder, der har det bedste afkast (UBS Warburg:13).

Som nævnt ovenfor er der imidlertid også aktører i finanssektoren, der argumenterer for, at virksomheder med en bæredygtig orientering i det lange løb vil klare sig bedre økonomisk end virksomheder, der ikke handler bæredygtigt, dels fordi de undgår finansielle risici, dels fordi de kan realisere besparelser og opnå markedsfordele ved at være på forkant med udviklingen. Sådanne argumenter har fundet empirisk underbygning internationalt, idet større internationale fonde med etisk/bæredygtighedsfokus har klaret sig bedre end markeds-

gennemsnittet, eksempelvis Domini Social Equity Fund. Ligeledes har index som Dow Jones Sustainable Group Index præsteret markant bedre end Dow Jones Group Index (Kasemir et al). Studier på tværs af fonde og virksomheder har også fundet, at bæredygtige investeringer giver overgennemsnitlige afkast⁷.

Men de bæredygtige investeringsfonde og index har haft svært ved at holde forspringet siden aktiemarkedet begyndte sin nedadgående kurve i 2000. UBS Warburg, der gennemgår en række studier af sammenhængen mellem etisk/bæredygtige investeringskriterier og afkast, påpeger, at når de etiske investeringsfonde tidligere klarede sig bedre end markedet, skyldtes det, at deres investeringer var koncentreret i højvækstsektorer som teknologi og service, dvs. sektorer der klarede sig godt i markedets optur (p.13-14). De overgennemsnitlige afkast skyldtes således snarere porteføljernes sektorsammensætning end deres bæredygtige orientering, argumenterer UBS Warburg. Nedgangen i disse sektorer afspejler sig således også i de bæredygtige fonde og index, som de sidste par år i mange tilfælde har klarer sig dårligere end markedsgennemsnittet. UBS Warburg argumenterer endvidere med henvisning til finansiell teori, at miljøvenlige – eller andre særlige - investeringsstrategier på sigt ikke vil kunne give afkast bedre end markedet. Under antagelse om et efficient finansmarked, vil markedsporteføljen repræsentere den optimale porteføljesammensætning, og enhver undergruppe af denne portefølje, eksempelvis en portefølje bestående af bæredygtige aktier, vil i det lange løb klarere sig dårligere end en portefølje udvalgt blandt alle papirer (UBS Warburg: 12-13).

På baggrund af gennemgangen af større internationale undersøgelser konkluderer UBS Warburg således, at *investeringer efter miljømæssige kriterier ikke koster noget på afkastet, men der er på nuværende tidspunkt heller ikke belæg for at konkludere, at miljøvenlige investeringer skulle være mere rentable end andre typer af investeringer* (2002: 14).

3.3 Grøn finanssektor – internationalt og i Danmark

Dette afsnit opridser udbredelsen af bæredygtig investeringspraksis internationalt såvel som i Danmark.

3.3.1 Grøn finanssektor - internationalt

Internationalt er det især i USA og England, der har været på forkant med bæredygtig investeringspraksis med et stort antal investeringsfonde, der anvender forskellige grader af bæredygtige investeringsprincipper. I USA blev i 2001 godt US\$2 milliarder investeret af fonde med et socialt bæredygtigt fokus, herunder miljø. Det svarer til godt 10% af alle aktiver i professionelle investeringsfonde i USA (Social Investment Forum). Det er dog langt fra alle disse midler, der investeres efter miljøkriterier; mange fonde er fx. kirkeligt baserede og anvender mere overordnede negative screeningskriterier som tobak og våben.

I England var der i 1998 67 fonde, der investerede efter bæredygtighedsprincipper. I alt havde disse fonde aktiver for 4,6 mia. euro. Sverige havde på europæisk plan næstflest fonde, 42 med tilsammen 1,3 mia. euro (UBS War-

⁷ Se UBS Warburg for en gennemgang af studier

burg: 9). I alt er der omkring 220 sådanne fonde i Europa, hvilket er en kraftig stigning fra de 26 fonde, der var registreret midt i 1980'erne.

Hertil kommer, at flere større europæiske banker med bl.a. tyske Dresdner Bank og norske Storebrand (jf. Bilag A) er gået i spidsen for at udvikle bankers opmærksomhed på miljøfaktorenes betydning.

3.3.2 Grøn finanssektor i Danmark⁸

3.3.2.1 Investorer

For så vidt angår investeringer, har der i Danmark været relativt lidt fokus på bæredygtige investeringsprincipper, og det er endnu kun beskedne midler, der investeres efter bæredygtige eller rent miljømæssige principper. Investeringerne er enten målrettet deciderede miljøteknologier, eksempelvis vedvarende energi, eller der kan være tale om investeringer ud fra bredere miljømæssige kriterier, fx. BG Invest's afdeling *Bæredygtigt Europa*, der udvælger aktier ud fra Dow Jones STOXX Sustainability Index.

Blandt de institutionelle investorer har to pensionskasser oprettet egentlige miljøpuljer, hvor medlemmerne kan vælge at placere deres midler. LD's miljøpulje er to år gammel og havde pr. september 2002 en formue på ca. 461 millioner kr. (jf. rapporten om Grøn Markedsøkonomi).

Herudover har en række investeringsforeninger oprettet afdelinger med miljøfokus, dvs. investeringer enten i teknologiudvikling eller i miljøvenlig produktion. I alt er der 6 investeringsforeninger med tilsammen 8 sådanne afdelinger. Tilsammen rådede disse afdelinger i efteråret 2002 over en formue på knapt 421 mill. kr. (Finanstilsynet).

I vurderingen af betydningen af de danske fonde skal det endvidere påpeges, at en stor andel af kapitalen i de bæredygtige puljer investeres i udenlandske aktier, blandt andet fordi de danske investeringsforeninger må forlade sig på internationale analysefirmaer, da de ikke selv har ekspertise på miljøområdet. Og kun ganske få danske virksomheder indgår i de internationale indeks.

Endelig er der enkelte venturekapitalfonde med miljøteknologi eller miljøvenlig produktion som fokus. Den bedst kendte er Invest Miljø, der blev stiftet i 1990 og blandt andet ejes af en række pensionskasser. Endvidere oprettede BankInvest i 2002 en venturefond målrettet energisektoren, P/S BI New Energy Solutions. Tilsammen råder de to selskaber over knapt 0,5 mia. kr.

Det offentlige spiller som nævnt også en væsentlig rolle i venturefinansieringen. *VækstFonden* er en finansieringsvirksomhed i det danske erhvervsfremmesystem under Erhvervs- og Økonomiministeriet. Fonden tilvejebringer finansiering til projekter i små og mellemstore virksomheder. Der finansieres både direkte i virksomheder og i målrettede ventureselskaber. Udover det lovbestemte stilles der ikke specifikke krav til ansøgernes adfærd på miljøområdet – miljø betragtes som en faktor i kreditvurdering på linje med en række andre. I Vækstfondens portefølje indgår flere virksomheder, der beskæftiger sig med miljørelateret teknologi (www.vaekstfonden.dk).

⁸ For en detaljeret gennemgang henvises til regeringens rapport om Grøn Markedsøkonomi.

3.3.2.2 *Banker*

To mindre danske pengeinstitutter inddrager eksplicit miljøaspekter i deres udlånsstrategier: Andelskasserne Merkur og J.A.K målretter dele af deres udlån til miljøvenlige projekter, men de to fylder ikke meget i det samlede billede: Merkur havde således i 2001 et udlån på knapt 280 mio. kr.

Blandt de større danske banker har Nordea Bank igangsat et arbejde med i højere grad at inddrage bæredygtighedskriterier i sin udlånsstrategi.

Endvidere har Den Nordiske Investeringsbank (NIB) en særlig pulje for miljølån. Disse defineres i denne sammenhæng som lån til investeringer, der mindsker udslip eller forhindrer spredning af udslip. Der gives både lån til indirekte miljøinvesteringer (biobrændselsanlæg, vindkraft, miljøforbedrende teknologi mv.) og til direkte miljøinvesteringer (affaldshåndtering, røgrensning mv.). Både private og offentlige projekter kan opnå lån – der kan bevilges langfristede lån med lånetider på op til 25 år til f.eks. kommunale rensningsanlæg. I 2001 udgjorde miljølån ca. 13% (1,4 mia. euro) af bankens totale udestående lån og garantier. Heraf er 79% nordiske og 21% internationale projekter. Sverige og Finland tegner sig for størstedelen af de nordiske lån. I øvrigt gennemgår alle bankens øvrige låneansøgninger en miljøvurdering. Alle ansøgninger klassificeres efter deres miljømæssige konsekvenser og miljøkonsekvensvurderes på baggrund heraf. Betragtes en ansøgning som miljømæssig uacceptabel, ydes der ikke lån (<http://annual.nib.int/verksamheten/miljon.html>).

3.3.2.3 *Sammenfatning*

Sammenlignet med andre europæiske og nordamerikanske lande er det grønne finansmarked i Danmark således stadig i sin vorden; der er sket tiltag i hele sektoren, men udbredelsen er stadig noget sporadisk. Der findes ikke noget samlet overblik over de midler, der investeres eller lånes ud specifikt ud fra miljøvenlige eller bæredygtighedskriterier; der er her identificeret grønne investeringer svarende til et omfang på ca. 1,4 mia. kr. (eksklusiv NIB) som skal sammenlignes med de finansielle investorers samlede kapitalandele på knapt 480 mia. kr., jf. tabel 3.1. Bæredygtige og etiske investeringer udgør således omkring 0,3% af de samlede kapitalandele. Selv om nærværende opgørelse ikke fuldt ud dækker finanssektorens grønne investeringer, er det rimeligt at konkludere, at de indtil videre udgør en lille andel af finanssektorens samlede investeringer.

4 Analyse: Finanssektorens praksis vedrørende inddragelse af miljøforhold

Dette kapitel redegør på baggrund af caseanalyser og det øvrige datamateriale for praksis og rationaler i finanssektoren med hensyn til inddragelse af miljøparametre i finansieringsbeslutninger. Først redegøres detaljeret for undersøgelsen af de udvalgte caseområder - intensiv svineproduktion og tekstiler. Endvidere indeholder kapitlet eksplorative analyser, dels af venturefinansiering inden for elektronikområdet, dels af individuelle investorers interesse for at investere deres penge ud fra værdibaserede kriterier, herunder miljømæssigt bæredygtig produktion. For at tydeliggøre såvel ligheder som forskelle inden for finanssektoren sammenfattes datamaterialet afslutningsvis inddelt efter aktørtyper.

4.1 Case: Udvidelse af intensiv svineproduktion

4.1.1 Introduktion til casen

Landbruget og ikke mindst den intensive svineproduktion hører til blandt Danmarks økonomisk mere betydningsfulde brancher (eksporten af svinekød alene udgjorde knapt 7% af Danmarks samlede eksport i 2001) og er samtidig et erhverv, der har potentielt stor miljøeffekt. Det er derfor en relevant case for nærværende analyse. Svinebruget undergår en stærk strukturudvikling, hvor produktionen koncentrerer sig på færre, relativt store bedrifter især i den vestlige del af Danmark. Strukturudviklingen kræver store kapitaltilskud bl.a. til at finansiere jordopkøb, og det er derfor rimeligt at antage, at banker og realkreditinstitutter, som er de primære finansielle aktører i forhold til landbruget, har haft anledning til nøje at vurdere risici og muligheder omkring den intensive svineproduktion.

Caseanalysen har følgende disposition: Dette baggrundsafsnit gennemgår kort de faktorer, der kunne indgå i en miljøorienteret kreditvurderingspraksis, herunder miljøforhold i svineproduktionen; den lovgivning, der regulerer svineproduktionens miljøpåvirkning, samt nuværende og fremtidige konkurrenceparametre på markedet for svinekød. Herefter skitseres det datamateriale, der ligger til grund for analysen. To eksempler på finansieringsbeslutninger analyseres relativt detaljeret, idet chefslederens egne overvejelser omkring risici, muligheder og miljøforhold i hvert af eksemplerne sammenholdes med finansieringskildens vurdering af samme forhold. Analysen afsluttes med en tværgående analyse af finansieringsinstitutionernes generelle kreditvurderinger, deres praksis med hensyn til at inddrage miljøaspekter i sager ved intensiv svineproduktion samt barrierer og muligheder for et øget miljøfokus omkring finansiering i sektoren.

4.1.1.1 Miljøfaktorer vedrørende svineproduktion

Følgende miljøfaktorer er centrale i forbindelse med husdyrproduktion (se bl.a. European Bank for Reconstruction and Development, www.ebrd.com/about/policies/enviro/sectoral/agri/animal.pdf):

- Risiko for udvaskning af større mængder næringsstoffer fra husdyrgødning, der bidrager til iltsvind i vandmiljøet.
- Som et særtilfælde heraf medfører mangelfuld opbevaring af gylle risiko for store engangsudslip til naturen med omfattende iltsvind og andre skader til følge.
- Ammoniakfordampning.
- Støj og lugtgener i lokalområdet.
- Dyrevelfærd (staldforhold, hygiejne, fodring, vækstfremmere, medicinering, transport etc.).
- Risiko for forurening af de producerede fødevarer med reststoffer som pesticider, vækstfremmere samt patogener.
- Grundvandsforurening med pesticider – dette forhold har dog kun indirekte betydning i forhold til svineproduktion, idet pesticiderne bruges ved planteproduktion, herunder produktion af foderafgrøder til husdyr.

I Danmark har først og fremmest næringsstofudledninger til vandmiljøet, anvendelse af antibiotiske vækstfremmere samt lugtgener i lokalområdet været i fokus i forbindelse med den intensive svineproduktion.

4.1.1.2 Regulering af betydning for svineproduktion

Svineproduktionens miljøpåvirkning reguleres gennem miljø- og naturlovgivningen, men også igennem Landbrugsloven og Planlægningsloven. Blandt de væsentlige bestemmelser er øvre grænser for husdyrproduktionens størrelse på den enkelte bedrift samt krav til størrelsen af det areal, som bedriften ejer og råder over i kraft af aftaler med naboejendomme (henholdsvis harmonikrav og arealkrav). Se bilag 2 for en mere detaljeret gennemgang af reguleringen af landbrugsproduktion.

Der er gisninger om, at kravene til reduktion af landbrugets nitratudvaskning strammes i forbindelse med forhandlingerne om den næste Vandmiljøplan. Blandt mulige virkemidler har en kvælstofafgift således været foreslået af nogle af Folketingets partier. Ingen af de interviewede tror dog på, at en kvælstofafgift for jordbruget bliver en realitet.

4.1.1.3 Markedet for svinekød: muligheder og trusler

Langt størstedelen (85%) af den danske svineproduktion eksporteres. Dansk landbrug er således den største eksportør af svinekød på verdensmarkedet (Jeppesen: 9). Dette indebærer en stor afhængighed af de krav og udviklingstendenser, der præger de væsentligste eksportmarkeder. En af analysens arbejdshypoteser har således været, at den stadige intensivering af svineproduktionen kunne udgøre en risiko, såfremt forbrugerpræferencerne i de væsentligste aftagerlande skiftede i retning af svinekød produceret på bæredygtig vis. Eksempelvis har der i England været debat om dyrevelfærden i dansk svineproduktion. I forlængelse heraf kunne der være et potentiale i en grøn produktudvikling i svineproduktionen, idet tesen ville være, at sådanne produkter kunne sælges med højere dækningsbidrag end bulkprodukter.

De væsentligste konkurrenceparametre på de nuværende eksportmarkeder er kvalitet, fødevarer sikkerhed og pris. Kvalitet forstås i bred forstand som fx. spisekvalitet og service i form af kapaciteten til at indfri efterspørgslen efter

store stabile leverancer af ensartet kvalitet (Danske Slagterier, telefoninterview).

En rapport fra Handelshøjskolen i Århus opridser hovedtendenserne på svine-kødsmarkedet frem til 2010 (Jeppesen). På de store nærmarkeder som Tyskland og England spiller faktorer som dyrevelfærd, sundhed og naturlighed (fx. GMO-fri fødevarer) en stigende rolle, men også i USA og Japan forventes forskellige miljørelaterede aspekter at få øget betydning for forbrugerne. Sådanne krav kunne signalere en potentiel trussel for dansk svine-kødseksport, men da Danmark på disse markeder allerede har et image ”som et naturligt og dyre- og miljøvenligt land”, har dansk svineproduktion et forspring her, anfører rapporten (p.77). I øvrigt forventes markederne for svine-kød i fremtiden også at efterspørge høj fødevarer-sikkerhed og convenience food, dvs. kød af en høj forarbejdningsgrad, ligesom efterspørgslen efter store, stabile leverancer af kød af ensartet kvalitet til en konkurrencedygtig pris forstærkes. Det sidste sker som følge af en koncentring i alle værdikædens led med stadig færre aktører. Såvel Jeppesen som Danske Slagterier vurderer, at danske svineproducenter står rimeligt med henblik på at kunne konkurrere på disse parametre.

Den største direkte trussel mod svineeksporten identificeres som en eventuel fødevarer-skandale eller omfattende sygdomsudbrud. Dertil kommer på udbudssiden, at der kan forventes øget konkurrence fra fx. Canada men også Østeuropa og muligvis længere ude i fremtiden fra Kina. Men vurderingerne af disse trusler varierer. Nogle påpeger fx., at de østeuropæiske landbrug ved en optagelse i EU vil blive underlagt samme miljø- og effektivitetskrav som de nuværende EU-lande, og at deres konkurrencestilling derfor i første omgang kan blive svækket, mens de østeuropæiske konsummarkeder samtidig åbnes for bl.a. danske svineeksportører.

Det samlede billede er således, at branchen har overvejende positive forventninger til mulighederne for at begå sig på fremtidens markeder, og at skærpede forbrugerpræferencer for miljø ikke forventes at forringe danske landmænds markedsmuligheder, heller ikke med en intensiv svineproduktion.

Omvendt er der, baseret på de hidtidige erfaringer, ikke megen tillid til, at forbrugerne vil betale et særligt miljøpræmium for miljøvenlige produkter.

4.1.2 Eksempler

Casen bygger på to konkrete eksempler på svinebedrifter, der har gennemført store udvidelser i 2001-2002 og i dag har intensiv svineproduktion. Begge bedrifter ligger i det vestlige Jylland, men i forskellige amter og i relativt stor afstand fra hinanden (120 km). Den ene har benyttet en lokal bank, hvor den anden er finansieret af den lokale filial af en landsdækkende bank. Realkreditlån udgør for begges vedkommende de maksimale 70% af finansieringen, mens banklån udgør det resterende beløb. Men i begge tilfælde er realkreditlånet formidlet gennem bankforbindelsen, og da bankerne sidder på yderste sikkerhedsmandat, foretager disse en grundigere vurdering end realkreditinstitutterne. Derfor har dataindsamlingen fokuseret på bankerne.

Foruden de to landmænd og deres finansieringsinstitutioner omfatter case-materialet interviews med et af de tre største realkreditinstitutter i landbruget, repræsentanter for yderligere 2 banker (en regional og en landsdækkende bank), en repræsentant for salgsleddet samt diverse rapporter.

4.1.2.1 Første eksempel

Bedriften

Det første eksempel omhandler en bedrift i Vestjylland. Bedriften er udvidet løbende i 1990'erne og har senest foretaget en større udvidelse i 2002. Bedriften består af to ejendomme med såkaldt *multi-site* produktion, hvor den ene gård har søer med smågrise, mens den anden gård opfoder grisene, fra de er fravænnet, og til de vejer 30 kg. Den sidste fase i produktionen, dvs. opfodning til slagtevægt, foregår på en tredje gård, som ikke ejes af bedriften men af nabobedrifter, der har indgået aftaler om at aftage de producerede smågrise.

Med den seneste udvidelse udgør de to ejendomme i familiens eje nu hhv. 250 og 240 dyreenheder. Tilsammen ejes inden for bedriften 160 ha. Endvidere har man forpagtet 100 ha. og indgået aftaler om at levere gylle til nabobedrifter uden dyr for yderligere 80 ha. Dermed indfries lovgivningens areal- og harmonikrav.

Udvidelsen i 2002 indebærer en investering på 10 mio. kr. primært til bygning af stalde samt indkøb af jord og inventar. Produktionen er budgetteret til at kunne løbe rundt ved en produktion på 28.000 grise pr. år og en samlet omsætning på knapt 9 mio. kr.

Overvejelser vedrørende risici

Landmanden i eksemplet ser sygdomsudbrud i besætningen som den største risiko i forbindelse med de nye finansielle forpligtelser, han påtager sig. Dernæst ville det give problemer, hvis enten afsætningsaftalerne eller aftalerne om gødningsudbringning svigtede. Han vurderer dog ikke disse risici som store. Dels betragter han *multi-site* produktionsformen som et værn mod sygdomsudbrud – smittekæden brydes hver gang et kuld sendes videre – dels har han bevist over længere tid, at han kan producere svin af den nødvendige kvalitet. I øvrigt har han bevidst efterstræbt gode relationer til naboer og partnere, hvorfor han har en forventning om, at aftalerne kan holde.

Miljøfaktorer

Landmanden har ikke inddraget miljøfaktorer i sine risikobetragtninger, om end han er bevidst om, at en stor svineproduktion indebærer potentielle imageproblemer – ikke mindst i nærmiljøet. Han har således generelt forsøgt at være på forkant både med at opfylde miljølovgivningen og med at bevare gode relationer til det omgivende samfund. Fx. deltager han i et samarbejde om at reducere næringsstofudledninger til det lokale vandmiljø, fordi man jo ”som landmand har lidt dårlig samvittighed” og ønsker renere vand – selv om han opfylder lovgivningens krav.

Afsætning

Da landmandens effektivitet er højere end gennemsnittets, forventer han at kunne klare sig i konkurrencen på trods af faldende priser.

Landmanden forventer ikke, at forbrugerefterspørgslen i afgørende grad vil dreje i retning af frilandsgrise eller andre grønnere produktionsformer (og han understreger i øvrigt, at han betragter den valgte produktionsform som fuldt konkurrencedygtig på miljø- og dyrevelfærdsparametren). Derimod forventer landmanden, at sundhedsparametren vil blive vigtig. Fremtidens krav bliver ”den rene vare uden antibiotiske hjælpestoffer”, dvs. en større vægt på at minimere bedriftens forbrug af medicin og andre hjælpestoffer. Netop derfor har han valgt *multi-site* produktionsformen som en metode til at holde sygdomstrykket og dermed medicinforbruget nede. Dette indebærer imidlertid

intensiv svineproduktion som produktionsform, fordi multi-site fungerer mest omkostningseffektivt ved denne form for produktion.

Finansieringshistorie

Landmanden har haft relativt let adgang til den nødvendige kapital. Det er hans opfattelse, at banken først og fremmest har vurderet ham på hans evner som driftsleder. Han har observeret en udvikling i bankerne fra at bedømme en ansøgning på værdien af den sikkerhed, man kunne stille i bygninger og jord, til at landmanden i dag vurderes på sine lederevner. Han har ikke oplevet, at banken har stillet spørgsmål til miljøfaktorer: "Banken er interesseret i, om jeg har det nødvendige udspretningsareal; de har bare set byggetilladelser fra kommunen og ved, at jeg har min VVM-screening i orden. Ellers har de på fornemmelsen, at jeg styrer det. Amtet har vurderet, at min produktion er i orden. På baggrund heraf siger banken ok".

Finansieringsinstitutionen

Landmandens opfattelse af, hvilke forhold banken har lagt vægt på i sin vurdering, stemmer overens med de kriterier, som banken fremhæver. I vurderingen af den konkrete sag har banken lagt vægt på landmandens hidtidige resultater; nøgleparameteren for banken er bedriftens effektivitet. Banken anvender således en resultatindikator for sohold, der angiver gennemsnitlige produktionsresultater på en række parametre, såsom antallet af grise pr. årssø. Da den pågældende landmands resultater ligger væsentligt højere end gennemsnittet, har banken i udgangspunktet bedømt risikoen ved det finansielle engagement som værende begrænset – på trods af at jordpriserne i området ligger på omkring 120.000 kr./ha., hvilket er omkring dobbelt så højt som fx. 20 km. længere mod nord.

Dertil kommer en overordnet vurdering af landmandens lederevner, bl.a. målt på hans evne til at tiltrække og holde på arbejdskraft. Dette er vigtigt, fordi en stor bedrift er afhængig af at kunne skaffe tilstrækkelig arbejdskraft.

Risikovurderingen har primært omhandlet muligheden for at få adgang til de nødvendige arealer til at sprede gødningen fra de mange dyr. Afhængigheden af indgåede aftaler er således stor. I det konkrete tilfælde vurderes risikoen imidlertid som overskuelig, fordi landmanden dels har haft sine aftaler over en længere årrække, dels har gjort meget ud af at have gode relationer til sine naboer, såvel andre landmænd som ikke-landmænd. Dermed har han, ifølge bankrådgiveren, gjort sig mindre sårbar. Endvidere har risikovurderingen inddraget afsætningsmulighederne. Også her er landmanden afhængig af aftaler – om afsætning af grisene til opfødning i den sidste fase – men igen vurderer man i den konkrete sag, at landbruget på grund af dets høje sundhedsmæssige niveau let vil kunne finde nye aftagere. Banken forventer således heller ikke, at eventuelle ændrede markedspræferencer i miljøvenlig retning kunne udgøre en reel trussel mod afsætningsmulighederne.

Miljøkriterier

Idet landmanden i eksemplet havde søgt amtet om at blive VVM-screenet, længe før han gennemførte bedriftsudvidelsen, vurderede banken, at han havde taget hånd om miljøspørgsmålene. Endvidere har banken rutinemæssigt forvissat sig om, at landmanden har haft det fornødne jordtilliggende og de nødvendige gylleaftaler for at kunne opfylde lovens krav. Man er således bevidst om reguleringsmæssige krav og sikrer sig som regel, at disse opfyldes. I det konkrete tilfælde har man imidlertid en forventning om, at landmanden –

som generelt opfattes som kompetent og fremadskuende – har sine tilladelser på plads.

Informationsgrundlag og dokumentation

Banken besøger bedriften i sagsbehandlingsfasen og sikrer sig, at miljøgodkendelser mv. er i orden. Med henblik på at få indsigt i de overordnede udviklingstendenser i branchen har banken tæt kontakt til landbrugets organisationer, inklusive priser, trends på eksportmarkederne samt kommende reguleringer. Den bank, som den omtalte bank er en filial af, udgiver jævnligt et landbrugsnotat med fakta og vurderinger af de væsentligste tendenser i landbruget.

4.1.2.2 Andet eksempel

Bedriften

Landmanden i dette eksempel har netop udvidet sin bedrift til en produktion på 2200 søer, hvilket svarer til 500 DE. Målet er at kunne producere omkring 55.000 smågrise pr. år. I alt ejer han 145 ha. jord og har indgået aftaler for det fornødne øvrige areal. Hele produktionen afsættes til en aftager i Tyskland, når smågrisene er fravænnet og vejer ca. 7 kg. Gården drives som sektioneret drift, hvor en sektion fyldes og tømmes på en gang, således at grisene ikke blandes mellem sektionerne. Derved holdes smittetrykket nede, produktionen er mere effektiv, og grisene forstyrres mindre.

Landmanden fik tilladelse til produktionsudvidelsen i 2001 efter en flerårig og indgående VVM-vurdering og godkendelsesprocedure, der også omfattede klager fra naboerne. Som vilkår i miljøtilladelsen har kommunen krævet, at der investeres i et gyllesepareringsanlæg, også selv om det ikke på nuværende tidspunkt reducerer bedriftens harmoni- og arealkrav. Ligeledes har kommunen krævet, at bedriften udarbejder grønt regnskab.

I alt er der investeret 32 mio. kr. i udvidelsen af bedriften, inklusive separeringsanlægget.

Risici

Landmanden definerer tre overordnede risici:

- faldende priser
- sygdomme i besætningen (men den risiko mener han at have reduceret gennem sektionsdrift)
- at han kan vise sig at være en dårlig leder, der ikke kan holde på arbejdskraften eller mister overblikket over den noget større bedrift.

Miljøfaktorer

Landmanden ser de høje jordpriser, der følger af arealkrav og harmoniregler, som en økonomisk byrde og potentiel trussel for bedriften, fordi de medfører høje indtjeningskrav. Investeringen i gyllesepareringsanlægget kan dog på længere sigt reducere behovet for yderligere jordopkøb. Derudover har han søgt at minimere de gener, hans bedrift påfører omgivelserne, ligesom gennemførelsen af det grønne regnskab har medført en ressourcebesparelse.

Afsætning

For så vidt angår markedet, identificerer landmanden i eksemplet skandaler og smitsomme sygdomme som en risiko, der kan påvirke afsætningsmulighederne for svinekød generelt, men da den enkelte landmand ikke kan styre sådanne forhold, indkalkulerer han ikke denne risiko. Derimod er han optimistisk, hvad angår mulighederne for at afsætte dansk svinekød. Skulle forbrugerne i de

øvrige lande begynde at stille strengere krav til de miljø- og dyrevelfærdsmæssige betingelser, under hvilke svinekød produceres, at dansk landbrug vil være på forkant med den udvikling i kraft af bl.a. rådgivningssystemet, mener han.

Finansieringshistorie

Finansieringsinstitutionerne har stillet krav om, at landmanden i eksemplet skulle have bindende gylleaftaler, og at han skulle have en aftager til grisene. Endvidere har der været fokus på bedriftens hidtidige resultater og på landmandens lederevner. Han har oplevet en skærpelse af kravene mellem 1993, hvor han overtog bedriften, og 2001, da han skulle skaffe finansiering til udvidelsen. Skærpelsen har først og fremmest vedrørt mulighederne for at afsætte den store produktion, fordi bedriften ville blive økonomisk sårbar i tilfælde af en afsætningskrise, hvor han eventuelt skulle sælge til en lavere pris.

Finansieringsinstitution

Banken er gået særligt grundigt ind i denne sag, fordi den var så stor, og fordi man ønskede at vide mere om gyllesepareringsanlægget. Bl.a. besøgte bestyrelsesmedlemmer og direktion den virksomhed, der producerer anlægget.

I vurderingen af ansøgningen har man fokuseret på, om afsætningsmulighederne var tilstrækkelig gode. Man bedømmer dog produktionen til at have en kvalitet, der altid vil kunne afsættes. Endvidere har man vurderet landmanden på hans faglige dygtighed og på hans lederevner samt på bedriftens soliditet. Med meget høje jordpriser i området stilles der store krav til driftslederens effektivitet og dermed lederevner.

Banken har haft følgende risikofaktorer inde i sine overvejelser.

- sygdom i besætningen
- nedbrud i gyllesepareringsanlægget
- svigtende afsætning
- faldende priser på svinekød

Investeringen i gyllesepareringsanlægget udgør et særligt risikomoment, fordi den indebærer en ekstra økonomisk byrde ved investeringen. Dette skyldes, at der på beslutningstidspunktet endnu ikke var indført lovgivning, der tilgodeså sådanne anlæg i form af rabat på jordkravet. Men banken betragter gyllesepareringsanlægget som et spændende projekt, der eventuelt kunne medvirke til at løse landbrugets næringsstofproblem og dermed afhjælpe et væsentligt miljøproblem.

Miljøfaktorer

Miljøreguleringen spiller også en væsentlig rolle for banken i forbindelse med lån til de store svinebrug. En af de interviewede siger således: "Hvis miljøforholdene ikke er på plads, og nogen retmæssigt eller uretmæssigt bliver hængt ud, så rammer det også banken på imaget".

Men den konkrete landmand har udvist miljøhensyn bl.a. ved at placere sit anlæg smukt i terrænet og langt fra naboer, og forventningen er således også, at landmanden selv vil tage hånd om problemer, før de opstår.

Netop fordi landbruget er så velreguleret, anfører de interviewede, bliver det nemt for banken at undersøge miljøforhold omkring en given creditsag – landmanden skal blot dokumentere, at han har de fornødne tilladelser, herunder om han opfylder harmonireglerne.

For så vidt angår miljøstyring anfører banken, at landmændene i kraft af lovgivningens krav *dokumenterer alt, fx.* gennem gødningsregnskaber.

Dokumentation og informationsgrundlag

Ud over at checke de fornødne tilladelser har banken i den konkrete sag søgt råd hos den lokale landbrugsrådgivning, og landbrugsrådgiverne fremhæves generelt som en god samarbejdspartner og informationskilde.

4.1.3 Sammenfattende analyse af case om svineproduktion

Interviewene vedrørende de konkrete eksempler såvel som mere generelt af-dækker meget enslydende vurderinger på tværs af banker, kreditinstitutioner, afsætningsled og primærproducenter med hensyn til, hvilke kriterier der har størst betydning i beslutninger om finansiering af større svineproduktion. Den høje grad af enighed kan skyldes, at landbruget og dets omgivelser fremtræder som et tæt integreret netværk, der præges af intensiv gensidig konsultation og udveksling af viden, ligesom landbrugets rådgivningssystem synes at indtage en nøglerolle som rådgiver og samarbejdspartner for både primærproducenter og finansieringskilder.

4.1.3.1 Nøglekriterier ved kreditvurdering

Landmandens hidtidige driftsresultater og i særlig grad bedriftens effektivitetsgrad, målt som produktion pr. so, er helt afgørende kriterier, når han skal søge kapital til finansiering af produktionsudvidelse. Er der tale om en landmand, der for første gang køber en bedrift, undersøger finansieringsinstitutionerne ligeledes de resultater, han har præsteret i tidligere ansættelsesforhold inden for svinesektoren. Bl.a. de stigende jordpriser i områder med høj husdyrintensitet forstærker fokus på effektiviteten. For at kunne forrente de høje jordpriser skal landmændene producere effektivt, og i områder med høje jordpriser er det kun landmænd, der producerer væsentligt mere effektivt end gennemsnittet, der kan forvente at få lån til større nyinvesteringer.

Tæt forbundet hermed lægger bankerne vægt på landmandens personlige og ledelsesmæssige egenskaber. Finansieringssektoren betragter i stigende grad stordriftslandmænd som *virksomhedsledere*, der blandt andet bedømmes på deres evne til at tiltrække og holde på arbejdskraft og til at udvikle bedriften.

Nogle lægger endvidere vægt på ejendommens placering i forhold til naboer og afstanden til bymæssig bebyggelse, idet dette kan få betydning for fremtidige udvidelsesmuligheder .

4.1.3.2 Miljøkriterier

Miljøkriterier indgår i kreditvurderingerne med stor vægt. Miljøkriterierne har langt overvejende reguleringen som omdrejningspunkt. Flere anfører, at det for finansieringsinstitutionerne er relativt enkelt at vurdere landbrugets miljøforhold, fordi lovgivningen opstiller præcise miljøkrav og vurderingskriterier. Ligeledes er det forholdsvist enkelt at kontrollere, om lovgivningen overholdes; finansieringsinstitutionerne checker således rutinemæssigt, om ansøgeren har de fornødne miljøtilladelser og jordarealer til en produktion af pågældende størrelse. Ligeledes søger finansieringsinstitutionerne at være på forkant med kommende reguleringskrav, idet man ikke ønsker at finansiere inventar, der ikke lever op til fremtidige krav.

Overordnet set er det økonomisk motivation, der driver finansieringsinstitutionernes praksis med at checke, om en landmand overholder miljølovgivningen. Har landmanden ikke tilladelse til en produktion af den størrelse, hvortil han søger finansiering, holder projektets økonomiske forudsætninger ikke læn- gere, og banken/kreditinstituttet står med sikkerhed i en bedrift, der muligvis er usælgelig. Endvidere er bankerne opmærksomme på, at intensive husdyr- brug er meget synlige i lokalområdet, og skulle en af banken finansieret bedrift få et dårligt ry på grund af miljøforhold, vil det smitte af på bankens image.

4.1.3.3 Miljøstyring/miljøvenlig produktion

På trods af opmærksomheden på miljøforhold vil ingen af de interviewede finansieringsinstitutioner opfordre landmænd til at indføre grønne regnskaber. En bankrådgiver forklarer, at banken tidligere var fortalere for grønne regnska- ber, fordi man anså dem som et redskab, der kunne styrke landbrugets status. Men man har oplevet grønne regnskaber som et *modefænomen*, der krævede for megen opmærksomhed for den enkelte landmand. I stedet indgår banker og landmænd i mindre formaliserede drøftelser af ressourceforbrug. Nogle banker anfører, at bedriftenes miljøforhold er veldokumenterede gennem fx. gødningsregnskaber og traditionelle regnskaber.

Den manglende interesse for egentlige miljøstyringsredskaber kan også skyl- des, at man ikke oplever noget økonomisk incitament til at anvende disse. En landmand udtrykker det således: ”God driftsledelse giver gode resultater, men det hænger ikke sammen med miljø. Der er ikke nok bundliniegevinst i miljø- aspekterne”. Hverken banker eller landmænd vurderer heller, at forbrugerne har vist vilje til at betale ekstra for eksplicit miljøvenligt producerede fødeva- rer. Der henvises blandt andet til de såkaldte Englandsgrise, der blev produce- ret på særlige vilkår tilpasset det engelske markeds fokus på dyrevelfærd, men denne produktion er ikke slået tilstrækkeligt igennem på markedet.

4.1.3.4 Vurdering af risici

Under forudsætning af at miljølovgivningen overholdes, inddrager finansie- ringsinstitutionerne primært følgende aspekter i deres risikovurderinger af intensiv svineproduktion: sygdomsudbrud i husdyrbesætningen, manglende adgang til jord, hvilket kan bremse bedriftens udviklingsmuligheder, eller na- boklager der dels kan gøre det svært for landmanden at operere i området, dels kan give banken imageproblemer. Lovgivningens arealkrav og betingelser om afstand til visse bebyggelser påvirker også bedriftens udvidelsesmulighe- der, og der er således en tendens til, at kreditværdigheden forringes for be- drifter med kun lidt jord eller ringe adgang til jord.

For så vidt angår markedet, lægger bankerne også stor vægt på at undersøge bedriftenes afsætningsmuligheder. Udviklingen i konkurrerende svineprodu- centlande følges nøje, herunder de tidligere østeuropæiske landes forventede indtræden i EU.

Derimod forventer ingen af de interviewede, at der vil komme et stort skift i forbrugerpræferencer til fordel for kød produceret efter produktionsmetoder med eksplicit fokus på dyrevelfærd og/eller miljø, og man forventer derfor ikke, at svinekød fra intensive svinebrug bliver udkonkurreret på miljøpara- metre. Skulle forbrugerne ændre præferencer, forventes det at ske i et tempo, hvor landbruget er tilpasningsdueligt.

Generelt udtrykker aktørerne den holdning, at det er umuligt at forudse, hvordan efterspørgsel, regulering og priser ser ud om 10 år. Derfor må man agere ud fra de udviklingstendenser, der står tydeligst på det korte sigt – og det scenarium, man handler ud fra, er, at svineeksporten skal kunne klare sig på et stadig mere koncentreret marked, hvilket tolkes til fordel for intensiv svineproduktion.

4.1.4 Finanssektoren som trækraft for et øget miljøfokus i svinesektoren – barrierer og muligheder

Det kan konkluderes, at ”orden i miljøforholdene” spiller ind som en grundforudsætning i kreditvurderinger, men ikke som et aktiv, der kan bruges i produktudvikling og markedsføring. De forsøg, der har været gjort herpå – eksempelvis Englandsgrisene - fremhæves som begrænset succesfulde.

Det fremgår klart, at finanssektoren ikke har noget økonomisk incitament til at trække svineproducenterne i yderligere miljøvenlig retning. Når man i finanssektoren vurderer, hvilke faktorer der afgør farven på bedrifternes bundlinie, er det effektiv produktion og god ledelse, der fremtræder klartest, og ikke miljøfaktorer. De høje jordpriser i nogle regioner trækker udviklingen yderligere i retning af det intensive svinebrug, fordi forrentningen af jorden kræver en højeffektiv produktion. Derved forstærkes strukturudviklingen yderligere, idet de intensive svinebrug har behov for megen jord, og konkurrencen om jord øger hektarprisen.

For så vidt angår produktudviklingen og muligheden for at komme først på markedet med miljøvenlige grise, er der i sektoren hverken erfaring for eller tillid til, at markederne vil belønne en yderligere miljøindsats. Dertil kommer, at aktørerne – i landbruget såvel som i de banker, der finansierer svinebedrifterne – forventer, at miljøforholdene i dansk svineproduktion er så gode, at dansk svinekød vil kunne afsættes, også selv om forbrugerkrav vedrørende miljøforhold og dyrevelfærd skærpes. Derimod er der en mere udbredt forventning om, at en ren svineproduktion med et minimum af sygdomsudbrud og deraf lavt medicinforbrug bliver et konkurrenceparameter i fremtiden, og i den sammenhæng betragter man multi-site/sektioneret drift, der primært fungerer i det intensive svinebrug, som en holdbar løsning.

Med hensyn til *mulighederne* for at øge finanssektorens miljøfokus handler det derfor om ud fra en økonomisk tankegang at sandsynliggøre et eventuelt behov for yderligere miljøstyring i det intensive svinebrug. Eksempelvis skal det kunne påvises, at svineproducenternes økonomi ville blive forbedret ved øget miljøstyring. Hvad angår udvikling af miljøvenlige produktionsalternativer, vil sektoren kun kunne forventes at gå ind, hvis undersøgelser kan dokumentere, at der vil være markeder for sådanne produkter i fremtiden og ikke mindst til en ordentlig pris. Endvidere kunne landbrugsstøtten indrettes, så den i højere grad belønner miljøvenlig produktion, men det er i høj grad afhængigt af de pågående forhandlinger i EU.

Endvidere kunne det være hensigtsmæssigt nærmere at belyse areal- og harmonikravernes betydning for jordpriser med henblik på at undersøge om kravene fungerer som utilsigtet drivkraft mod en stadig mere intensiv svineproduktion.

På et mere konkret niveau er der endvidere i sektoren interesse for et miljøstyrings- og kommunikationsredskab, der kan dokumentere svinesektorens mil-

jøeffekt og -indsats men på mindre detaljeret vis end det grønne regnskab. Et sådant redskab kunne sænke barriererne for at indføre miljøstyring.

Caseanalysen har endvidere vist, at finanssektoren forekommer åben over for at investere i nye teknologier, der kan bidrage til at løse båndet mellem produktionsstørrelse og arealkrav, eksempelvis gylleseparering.

4.2 Case: Tekstilbranchen

Den anden case, som inddrages i denne undersøgelse, er tekstilbranchen. Gennemgangen af denne case indledes med en introduktion til branchen og aspekter af miljøorienteret adfærd på tekstilområdet. Derefter fremlægges og diskuteres fire forskellige eksempler på konkrete forhandlingssituationer mellem tekstilvirksomheder og finansieringskilder. Endelig udrages de væsentligste konklusioner vedrørende den nuværende betydning af miljøforhold i branchen, samt barrierer og muligheder for at finansieringsinstitutioner i yderligere grad kan inddrage miljøforhold i deres adfærd.

4.2.1 Introduktion til casen

4.2.1.1 *Tekstilbranchens opbygning og processer*

Tekstil- og beklædningsindustrien er en branche, der spænder over en lang række produktionsled og dermed inkluderer en lang række virksomhedstyper. Blandt de væsentligste produktionsled kan nævnes:

- Landbrugsproduktionen af bomuld
- Ginning (adskillelse af bomuldsfibre og -frø)
- Spinding
- Strikning
- Vævning
- Blegning og farvning
- Påtryk
- Design
- Slutproduktion (tilskæring og syning)
- Forhandling og markedsføring

Stort set alle disse produktionsled indebærer en større eller mindre påvirkning af miljøet. Dette drejer sig især om energi- og vandforbrug, transport og emballering samt anvendelse af farlige kemikalier. Produktionen af tekstiler er derfor interessant ud fra en miljømæssig betragtning.

Et væsentligt karakteristikum ved den danske tekstil- og beklædningsbranche er, at dele af produktionen i stadig stigende grad flyttes til asiatiske og øst-europæiske lande, herunder Polen, Litauen og Ukraine (Dansk Textil & Beklædning). Udflytningen skyldes primært, at lønomkostningerne er markant lavere i disse lande, hvorfor det især er de arbejdsintensive processer, såsom syning, sammenlægning, pakning mv., der udflyttes. Både de mange produktionsled og den store udflytning af produktion til udlandet betyder, at der ofte er en række underleverandører til de danske tekstilvirksomheder. Dette komplicerer og fordyrer muligheden for at have kendskab til og kunne kontrollere miljøforholdene hos alle produktionsled – både for tekstilforhandleren selv og for en eventuel finansieringskilde.

Miljøbevidst adfærd inkluderer på tekstilområdet – som i andre brancher – dels en række offentlige krav og regler og dels en række frivillige tiltag, som

virksomhederne kan vælge at udføre. Disse to områder gennemgås i det følgende.

4.2.1.2 Miljøorienteret adfærd på tekstilområdet

Den lovbestemte regulering på tekstilområdet kan groft set inddeles i tre områder (se bilag B for en oversigt over den væsentligste lovgivning). For det første er det i visse tilfælde et krav at foretage en *Vurdering af Virkninger på Miljøet* (en såkaldt VVM-vurdering) af anlæg, der udfører tekstilforbehandling af forskellig art. Dette gælder, såfremt anlægget formodes at have miljømæssig betydning pga. art, dimensioner eller placering. For det andet er der vedtaget et krav om, at samme type tekstilforbeholdende virksomheder skal søge miljøgodkendelse og udarbejde et årligt grønt regnskab. Endelig findes der en række mere detaljerede regler vedrørende f.eks. kemikalier, mærkning og affald.

Den væsentligste regulering er rettet mod forbehandlingen af tekstilerne, såsom blegning og indfarvning. Da der ved udvælgelsen af empiriske eksempler i denne undersøgelse kun er valgt virksomheder, der forhandler de færdige tekstiler, er størstedelen af den ovennævnte regulering derfor rettet mod underleverandørerne til disse firmaer. Som tidligere nævnt foregår en stor del af f.eks. blegning og farvning i udlandet. Derfor er det naturligvis alene kravene i det pågældende land, som underleverandøren – og dermed den danske aftager af produktet – kan forventes at opfylde.

Resultatet er, at det må forventes at være sværere – om ikke umuligt – for investeringskilden at være orienteret om miljøreguleringen i de lande, hvor de danske tekstilvirksomheders underleverandører befinder sig. Samtidig vil det være ressourcekrævende at undersøge, om virksomhedens underleverandører lever op til disse krav. Det må derfor formodes, at investeringskilderne vælger at pålægge de danske tekstilvirksomheder ansvaret for opfyldelsen af kravene til deres egne underleverandører. Det samme gælder spørgsmålet om en eventuel udvikling i lovgivningen. Her vil det være både kompliceret og ressourcekrævende for investeringskilden at holde sig orienteret om potentielle fremtidige forandringer i kravene til samtlige underleverandører.

Udover den decideret tekstilrelaterede lovgivning skal en virksomhed også opfylde andre regler, såsom fravær af oliespild på grunden etc. Det må formodes at være lettere for investeringskilden at undersøge og kontrollere opfyldelsen af disse krav, da de også vedrører andre typer virksomheder, som investeringskilden kan formodes at investere i. Desuden vil det være lettere at indhente dokumentation fra virksomheden selv eller offentlige instanser.

Tillige med overholdelsen af de formelle miljøkrav og -regler kan tekstilvirksomhederne vælge at integrere miljø på andre måder i deres produktion. For det første kan virksomheden have en *eksplicit miljøpolitik*. Denne kan f.eks. være anført på firmaets hjemmeside eller andre steder, hvor firmaet officielt præsenterer sig selv. Dette demonstrerer både over for medarbejdere og kunder, at virksomheden er opmærksom på eventuelle miljøproblemer. Problemet er naturligvis, at en formuleret miljøpolitik ikke nødvendigvis er en garanti for hverken en efterlevelse eller en udvikling på området. Der kan således være virksomheder med en mindre synlig og mere implicit miljøprofil, der i virkeligheden er langt mere miljøorienterede. Dette kan f.eks. gælde på områder, hvor miljøbevidst adfærd tages som en selvfølge.

I forlængelse af miljøprofilen kan virksomheden desuden vælge at ansætte en *miljømedarbejder*. Denne informerer f.eks. medarbejdere og offentlighed om miljøforhold og holder sig orienteret om udviklingen inden for miljøforhold med betydning for den pågældende branche. En miljømedarbejder demonstrerer tydeligt, at virksomheden er opmærksom på eventuelle miljøproblemer og holder sig ajour på området. Til gengæld er det naturligvis omkostningskrævende, hvilket kan være et problem for mindre virksomheder.

For det tredje kan virksomheden vælge at indføre *registreret miljøledelse* i henhold til EMAS eller ISO 14001. Virksomheder, der er registreret i henhold til EMAS (The Eco-Management and Audit Scheme), har forpligtet sig til miljøledelse samt til fortsat at arbejde for miljøforbedringer. Pr. 1.9.01 var der 13 EMAS-registrerede virksomheder inden for fremstilling af tekstil (www.mst.dk). ISO står for International Standard Organisation. Er virksomheden registreret i henhold til standard nr. 14001 (ISO 14001), har den ligeledes forpligtet sig til at have en miljøpolitik, opstille mål og arbejde for fortsatte miljøforbedringer. Generelt er ISO-ordningen mere udbredt end EMAS.

For det fjerde kan virksomheden udarbejde et *grønt regnskab* – enten frivilligt eller fordi den er forpligtet hertil. De miljøredegørelser, der skal udarbejdes i regi af EMAS, kan i øvrigt erstatte et grønt regnskab. For det femte kan virksomheden have valgt at registrere sine produkter i forhold til de to officielle *miljømærker* i Danmark: Svanen og Blomsten. Svanen er Nordisk Ministerråds mærke, der indikerer, at virksomheden er blandt de mindst belastende for miljø og sundhed i forhold til sammenlignelige produkter. Pr.13.9.02 var én tekstilvirksomhed registreret efter denne ordning. Blomsten er EU's officielle miljømærke og betyder ligeledes, at det pågældende produkt er blandt de mindst miljø- og sundhedsbelastende ud fra en livscyklusbetragtning. Dette indbefatter derfor også, at virksomheden er nødt til at stille krav til sine underleverandører om bl.a. kemikalieanvendelsen. Pr.13.9.02 var 19 tekstilvirksomheder registreret under denne ordning.

Endelig har man inden for tekstilbranchen i udpræget grad benyttet sig af Miljøstyrelsens tilskudsordning for "*renere teknologi*"-projekter (Tekstilpanellet). Her har fokus især været rettet mod udvikling af renere produktionsteknologi til tekstil vådbehandling.

Disse tiltag demonstrerer, at virksomheder har flere muligheder for frivilligt at vælge en miljøbevidst produktionsstrategi. Det må imidlertid antages, at det væsentligste incitament til at implementere disse tiltag er, at virksomheden ser en økonomisk fordel herved. Det er derfor væsentligt, om finansieringssektoren også interesserer sig for disse forhold.

4.2.2 Eksempler

Som undersøgelsesobjekter er der udvalgt fire beklædningsvirksomheder, og der er taget udgangspunkt i en konkret situation, hvor virksomhederne har forhandlet med en finansieringsinstitution. Desuden har de fleste af interviewpersonerne kommenteret området generelt. Tekstilvirksomhederne har alle hentet kapital ved aktiesalg af forskellig art. Finansieringssektoren repræsenteres ved to investeringsselskaber, to kapitalformidlingselskaber samt en pensjonsfond – der er således tale om et bredt udvalg af finansieringsinstitutioner.

Der er valgt både noterede og unoterede tekstilvirksomheder, da der gælder andre regler ved salg af noterede aktier end ved salg af unoterede.⁹

Der er foretaget to indledende interviews med to eksplicit miljøorienterede tekstilfirmaer (Novotex og Södahl) for at klarlægge baggrunden for deres markedsstrategi og undersøge, hvilke økonomiske incitamenter de ser i en miljøbevidst adfærd. For de øvrige eksemplers vedkommende er der valgt tekstilvirksomheder uden en eksplicit miljøprofil. Desuden drejer de konkrete forhandlingssituationer med investeringsinstitutionerne sig ikke om miljømæssige tiltag. Dette skyldes undersøgelsens formål, der er at klarlægge miljøets betydning for finansieringssektoren i mere generelle beslutninger.

Da flere af de interviewede har udbedt sig anonymitet, angives ikke navnene på virksomheder og investeringskilder. I det følgende præsenteres de indledende interviews med Novotex og Södahl. Herefter gennemgås og analyseres de interviews, der er lavet i relation til de fire eksempler.

4.2.2.1 Indledende interviews

Novotex A/S, der forhandler tøjmærket Green Cotton, har valgt at anvende deres miljøprofil som en del af markedsstrategien. Der er indført miljøledelse – firmaet er registreret efter både EMAS og ISO 14001 – og produktet er registreret i forhold til både Blomsten og Svanen. Der er desuden ansat en miljømedarbejder. Der tilstræbes et generelt fokus på miljø i alle produktionsledene, herunder bl.a. minimering af affald. Nogle af de største miljøproblemer på tekstilområdet ligger som nævnt i indfarvningsprocessen. For Novotex' vedkommende foregår denne proces primært i Danmark, men der er dog planer om en udflytning til de baltiske lande.

En stor del af den øvrige produktion foregår desuden i udlandet (såsom syningen), og der tilstræbes en tæt kontakt med firmaets underleverandører. Dette skyldes, at anvendelsen af miljømærket kræver, at underleverandørerne lever op til visse minimumskrav. Desuden anvender firmaet et fastlagt skema for at undersøge, om en underleverandør lever op til de væsentligste miljøkrav.

Dette skema er udarbejdet i forbindelse med projektet "Miljørelateret leverandørstyring i tekstilindustrien" (Miljøstyrelsen 1998). Skemaet er opdelt på fem kategorier: produkt, produktion, grad af styring (miljøledelse), livscyklusforståelse og kommunikation (opfølgning på krav). Inden for hver kategori findes en række spørgsmål. På baggrund af disse tildeles leverandøren et vist antal point, der anvendes til en samlet vurdering af leverandørens miljøbevidsthed og produktionsforhold.

Ved spørgsmålet om, hvad der adskiller firmaet fra andre i tekstilindustrien, nævnte Novotex flere forhold. For det første lægges der vægt på, at der foreligger dokumentation for firmaets miljøbevidste adfærd. Dette er opnået ved hjælp af de nævnte certificeringer og mærker. For det andet har Novotex valgt at have få underleverandører. Det gør det både billigere og mere overskueligt at holde styr på produktionsforholdene. Firmaet mener, at dette adskiller dem fra andre tekstilfirmaer, der har en længere række underleverandører. Det er

⁹ Aktieselskaber skal udarbejde en oversigt (et prospekt) over selskabets aktiviteter og regnskab i forbindelse med børsnotering. Desuden kræves det, at børsnoterede selskaber informerer Fondsbørsen om alle forhold, der kan have betydning for selskabets indtjening og aktivitetsniveau. Kilderne til information om virksomhederne kan derfor variere.

måske billigere, men gør det til gengæld uoverskueligt at have styr på produktionsforholdene hos samtlige leverandører.

I forhold til firmaets finansiering nævnes det, at mange af nøglearbejderne selv er aktionærer i firmaet. Ifølge interviewpersonen er dette derfor med til at skabe en feedback-effekt mellem den finansielle side og produktionen. I relation til andre eksterne finansieringskilder har det imidlertid ikke været opfattelsen, at den miljøbevidste linje har været et krav. I stedet er det Novotex selv, der har fremlagt sine miljøforhold som et aktiv ved virksomheden. At Novotex selv ser sin miljøbevidste produktionsstrategi som en økonomisk rentabel strategi, fremgår desuden af firmaets hjemmeside, hvor følgende anføres: "We don't make and sell Green Cotton products to save mankind or the world. We do it because we want to. Because it is good business (...). But we are also well aware of the vast commercial potential that lies in responding to the growing public concern about the environment. That is, in fact, the basis of our business..." (www.novotex.dk). Miljøorienteringen betragtes som vigtig for den økonomiske formåen, men man har ikke foretaget en decideret økonomisk kvantificering af miljøprofilen.

Også tekstilfirmaet Södahl Design A/S har valgt en eksplicit miljøprofil som en del af deres markedsstrategi. Firmaet er registreret som miljøledet i forhold til både EMAS og ISO 14001, og der er ansat en miljømedarbejder. Nogle af firmaets produkter er mærket med det europæiske miljømærke, Blomsten. Virksomheden er forpligtiget til at udarbejde grønt regnskab, men da de er EMAS-registrerede, erstattes dette af miljøredegørelsen.

Som resten af tekstilbranchen har også Södahl flyttet en stor del af sin produktion til udlandet. Men ligesom Novotex har dette firma en tæt kontakt og stiller krav til sine underleverandører. Hvilke krav der stilles, og hvor grundigt det undersøges, om disse overholdes, afhænger af, hvilket produktionsled der er tale om. Alle leverandører bedes udfylde et skema vedrørende deres miljøpolitik.

I dette skema spørges til miljøledelse, miljøpolitik, forbedringer, emballage og livscyklusanalyse. Herudover modtager deciderede tekstilproducenter et andet skema. Dette vedrører forholdene i de enkelte produktionsled, såsom farverier, væverier, spinderier, ginning etc. Der spørges bl.a. til emissioner, anvendelsen af kemikalier samt behandling af spildevand. Dette skema er udarbejdet i forbindelse med projektet "Vejen til bedre tekstiler" i samarbejde med bl.a. Miljøstyrelsen og Teknologisk Institut (Miljøstyrelsen 2000).

Ved spørgsmålet om, hvad der adskiller dette firma fra andre i tekstilbranchen, peges der på, at firmaet forsøger at indarbejde miljø i alle led fra topledelsen og ned. Södahl Design A/S er en del af Brandtex Group, hvorfor nye tiltag selvfinansieres inden for koncernen. Der har således ikke været kontakt med eksterne investorer, såsom investeringsselskaber, banker eller lignende. I forholdet til Brandtex angiver Södahl, at der alene har været fremført økonomiske krav til Södahl, hvorimod der ikke har været nogen speciel fokus på firmaets miljøforhold. Til gengæld mener Södahl, at der på længere sigt vil komme en øget efterspørgsel på miljøvenlige tekstiler, hvorved firmaet vil være forberedt og har en økonomisk fordel i forhold til andre firmaer i branchen (Miljørådet for Renere Produkter).

Opsummering

Der kan peges på flere lighedspunkter mellem de to tekstilvirksomheder, der har valgt en eksplicit miljøprofil. Miljø tænkes ind i virksomheden i form af stort set alle de nævnte frivillige tiltag: eksplicit miljøpolitik, miljømedarbejdere, certificeret miljøledelse og miljømærker. Hertil kommer, at firmaerne prioriterer at have få underleverandører, som de til gengæld kan have et mere indgående kendskab til.

Begge firmaer angiver, at den miljøbevidste kurs ikke alene er igangsat af etiske årsager men også er initieret, fordi firmaerne ser et økonomisk potentiale heri. Miljøprofilen er desuden i begge tilfælde valgt på trods af en oplevelse af, at finansieringskilderne hverken har udvist en speciel interesse for deres miljøforhold eller opstillet specifikke krav hertil. Initiativet til den miljøorienterede kurs er derfor udelukkende kommet fra virksomhederne selv. Dette kunne tyde på, at finansieringskilderne enten mangler information om, hvordan det økonomiske udbytte af firmaernes miljøprofil kan kvantificeres, at finansieringskilderne ikke mener, der er et økonomisk udbytte af en sådan profil, eller at de ikke ser det som deres opgave at presse virksomhederne. Desuden er det interessant, at de omtalte spørgeskemaer – som tekstilvirksomhederne anvender til at vurdere deres underleverandørers miljøforhold – i begge tilfælde er udarbejdet i samarbejde med Miljøstyrelsen. Dette tyder på, at det offentlige spiller en væsentlig rolle i forbindelse med selve informationsaspektet.

I det følgende gennemgås de fire øvrige eksempler med tekstilvirksomheder uden en tilsvarende eksplicit miljøprofil.

4.2.2.2 Første eksempel

Dette eksempel omhandler et stort dansk tekstilfirma, der indgik aftaler med to nye investorer (et investeringsselskab og en pensionsfond). Ved investeringstidspunktet var tekstilfirmaet børsnoteret. Det var derfor begrænset, hvilke forhold investeringsinstitutionerne kunne undersøge i dybden, idet væsentlige forhold, der kan få betydning for kursen på et børsnoteret firma, skal meddeles Københavns Fondsbørs.¹⁰ Forhandlingerne foregik over relativt kort tid, hvorfor tidspresset heller ikke muliggjorde en grundigere undersøgelse af virksomheden. Tekstilfirmaets overordnede opfattelse var derfor, at dens miljøforhold ikke spillede en rolle under forhandlingerne.

Tekstilfirmaets miljøprofil

På tekstilfirmaets hjemmeside anføres det, at virksomheden lægger vægt på at agere etisk forsvarligt. Som særlige områder nævnes det, at firmaet tager skarpt afstand fra børnearbejde, samt at firmaet lægger vægt på et godt og sikkert arbejdsmiljø. Miljø nævnes ikke særskilt. Interviewpersonen fortalte imidlertid, at en svensk del af virksomheden er miljøcertificeret efter ISO 14001. Der er ingen umiddelbare planer om en udvidelse heraf (til f.eks. Danmark). Der udarbejdes ikke grønt regnskab. Firmaet angiver, at udarbejdelsen af et sådant regnskab betragtes som så ressourcekrævende, at det kun vil blive indført i forbindelse med et lovkrav. Desuden mener firmaet, at udarbejdelsen af et grønt regnskab sandsynligvis ikke vil kunne bruges som et aktiv ved virksomheden i forbindelse med et videresalg.

Finansieringskildernes interesse for miljøforholdene hos tekstilfirmaet

¹⁰ Dog gælder det, at en aktør, der i en periode har kendskab til kursfølsomme og ikke-offentliggjorte oplysninger, er insider og derfor ikke må handle i aktien.

Investeringskilderne undersøgte ikke specifikt, om tekstilfirmaet havde en miljøpolitik, eller om vedtagne miljøkrav blev overholdt. Da firmaet ved overtagelsen var børsnoteret, havde man grund til at antage, at alle væsentlige forhold, der kunne påvirke aktiekursen, var fuldt belyste. Dette måtte således formodes at gælde eventuelle miljømæssige risikofaktorer. Det samme gjaldt spørgsmålet om, hvorvidt miljøkrav hos firmaets underleverandører blev overholdt, idet investeringskilderne heller ikke eksplicit forhørte sig om dette. Ifølge investeringsselskabet betød det forhold, at tekstilfirmaet var børsnoteret således, at der blev foretaget en mindre detaljeret undersøgelse, hvorfor sagen betragtes som en smule atypisk.

Samtidig bragte tekstilfirmaet heller ikke selv sine miljøforhold ind i forhandlingerne. Man mener, at miljøforholdene blev betragtet som faktorer med ringe betydning for investeringskildernes beslutning, idet det dog altid er væsentligt (men også en selvfølge), at en virksomhed "opfører sig ordentligt". Miljøforholdene hos tekstilfirmaet må derfor ikke formodes at blive betragtet som et særskilt aktiv af firmaet selv. Denne konklusion understreges af, at tekstilfirmaet ved et sandsynligt videresalg ikke regner med specifikt at fremhæve miljøforhold som et aktiv ved virksomheden.

Finansieringskildernes generelle kommentarer

Da sagen var atypisk, blev investeringskilderne bedt om at fortælle om deres generelle praksis vedrørende vurderinger af investeringers rentabilitet, herunder specifikt inden for tekstilbranchen. Investeringsselskabet forklarede, at de ofte hyrer et ingeniørfirma til at undersøge, om det pågældende firma opfylder de regler og krav, der findes i branchen. Det er forskelligt, hvor meget dokumentation de kræver, da de regner med, at ingeniørfirmaet indhenter det nødvendige. Afhængigt af den aktuelle sag kan de f.eks. lave undersøgelser, indhente dokumentation for tilladelser hos offentlige instanser etc. Det er ikke noget krav, at en virksomhed har en miljøpolitik, har indført miljøledelse eller er registreret i forhold til miljømærkerne, og der spørges generelt ikke hertil. Hvis der er tale om meget forurenende brancher, såsom grafiske firmaer, kunne emnet imidlertid godt blive taget op til diskussion. Der anvendes ikke et fastlagt skema til vurdering af sådanne forhold.

Investeringsselskabet anfører, at det ikke overvejer, om der er mulighed eller risiko for en stramning af regler og krav inden for den branche, hvor et aktuelt firma agerer. Årsagen er, at man investerer i så mange forskellige brancher, at det vil være umuligt at have et dybere kendskab til alle relevante industrier. Overordnet set finder man det væsentligt, at en virksomhed har "en anstændig politik og en etisk profil", idet dette er med til at "øge appetitten" efter det pågældende firma. Det er dog som oftest væsentligere, at der ikke opstår uforudsete miljømæssige udgifter ved virksomheden. Det virker derfor som om investeringsselskabet primært har en opfattelse af miljø som en negativ drivkraft – krav og regler skal være i orden for at undgå ekstraudgifter. Dertil kommer investeringsselskabets egne etiske normer for driften af en virksomhed.

Pensionsfonden forklarede vedrørende sin generelle praksis, at man normalt afholder en række møder med ledelsen af den pågældende virksomhed. Hvis det skønnes nødvendigt, inddrages almindeligt offentligt tilgængeligt materiale om virksomheden i forbindelse med vurderingen af investeringens rentabilitet. I første omgang er det således primært virksomhedens økonomiske forhold, der tages stilling til. Såfremt der er tale om en virksomhed, der kan være problematisk i forhold til miljø (såsom en grafisk virksomhed), kan pensionsfon-

den spørge, om virksomheden opfylder relevante offentlige miljøkrav. Ofte fremlægger virksomheden selv sådanne forhold i de nævnte samtaler. Informationer vedrørende virksomhedens miljøforhold stammer dermed primært fra virksomheden selv. Der kræves sjældent andet end et mundtligt tilsagn om, at miljøforholdene er i orden, men hvis et spørgsmål i særlige tilfælde virker dårligt belyst, kan pensionsfonden vælge selv at undersøge spørgsmålet nærmere.

De indledende samtaler med virksomhederne danner baggrund for en vurdering af virksomhedsledelsens troværdighed. Såfremt man generelt opnår tiltro til ledelsen, vælger man også at stole på, at miljøforholdene er i orden, hvis ledelsen siger det. Hos pensionsfonden er der ikke afsat ressourcer til en medarbejder, der specifikt beskæftiger sig med miljøforhold hos virksomhederne. Der findes dog en afdeling, der beskæftiger sig med generelle internationale spørgsmål og udviklingen inden for f.eks. arbejdsmiljø, miljø og øvrige politiske forhold.

Pensionsfonden spørger som regel virksomheden, om den har en formuleret miljøpolitik (og især hvis der er tale om store produktionsselskaber). Desuden forhører man sig ofte om, hvorvidt virksomheden har certificeret miljøledelse, udarbejder et grønt regnskab eller er registreret i forhold til et af miljømærkerne. I relation til sidstnævnte konstaterer pensionsfonden primært, om dette er tilfældet. Det er således ikke et krav, men man er "glade for", hvis virksomheden har et miljømærke, idet det betragtes som godt for både virksomhedens og pensionsfondens image. Som oftest er det virksomheden selv, der fremlægger sådanne forhold.

Pensionsfonden anvender ikke et fastlagt spørgeskema til at vurdere virksomhedens miljøprofil. Årsagen, til at dette ikke er sat i system, er, at der generelt foregår en relativt grundig vurdering af miljøspørgsmål. Dette skyldes diverse kontrolorganer i pensionsfonden, såsom forretningsudvalg m.v., der skal godkende finansieringsbeslutningerne. Disse kontrolorganer er – ifølge interviewpersonen – præget af meget engagerede personer, der lægger vægt på en grundig og informeret vurdering af bl.a. etiske og miljømæssige spørgsmål.

Pensionsfonden forklarede, at man normalt i sager vedrørende tekstilfirmaer er særligt opmærksomme på virksomhedernes underleverandører. Som udgangspunkt stoler pensionsfonden dog på, at virksomhederne selv holder styr på, at deres underleverandører kender til og opfylder gældende krav. Hvis en virksomhed imidlertid har en enkelt underleverandør med en meget stor andel af leverancerne (f.eks. 20%), så er der ekstra fokus på denne underleverandør, og man overvejer at spørge til den politiske udvikling og dermed mulige ændringer i forholdene for leverandøren.

Ellers gør heller ikke pensionsfonden noget specielt ud af at undersøge muligheden eller risikoen for en fremtidig stramning eller lettelse af gældende miljøkrav og -regler i de brancher, hvor man har investeret. De virksomheder, man investerer i, behøver ikke at være decideret på forkant med den miljømæssige udvikling, men de skal i acceptabel grad være ajour. Derfor forventes det også, at virksomhederne selv tilpasser sig og tager højde for eventuelle nye regler. Der er ikke afsat ressourcer specielt til dette spørgsmål i pensionsfonden.

Generelt betragter pensionsfonden miljø som både en positiv og en negativ drivkraft. På den ene side anerkendes risikoen for store ekstraomkostninger, hvis man ikke sikrer sig, at de væsentligste miljøkrav er opfyldt (om end denne

risiko betragtes som mindre inden for tekstilbranchen end andre brancher). Disse risici har at gøre med tidshorizonten for investeringerne.¹¹ Jo længere tidshorizont, desto større er risici, fordi flere forhold kan nå at ændre sig. Fondens relativt lange tidshorizont er bevidst valgt, idet man – i stedet for blot at sælge aktierne videre – går i dialog med virksomheden, hvis der er utilfredsstillende tilstande. Samtidig er man meget opmærksom på at undgå negativ medieomtale, hvorfor man lægger vægt på at undgå børnearbejde og lignende (dette gælder dog generelt og ikke kun for tekstilbranchen). På den anden side ser pensionsfonden også miljø som en positiv drivkraft, fordi der ofte vil være mulighed for et godt afkast som følge af eventuel øget efterspørgsel på varer, der er produceret miljøbevidst.

Generelt er det opfattelsen, at interessen for miljøforhold er stigende inden for finansieringssektoren. Pensionsfonden vurderer, at man dog sandsynligvis er lidt mere opmærksomme på miljøforhold end gennemsnittet. På spørgsmålet om, hvad der generelt skulle til for at skabe øget fokus på miljøforhold i investeringssituationer, svarer pensionsfonden, at der generelt er et rimeligt fokus på nuværende tidspunkt. Miljøspørgsmål må betragtes som relativt specifik detailviden og et driftsspørgsmål, som virksomhederne selv forventes at holde styr på. En forøget interesse kunne f.eks. blive skabt af interesseorganisationerne.

4.2.2.3 Andet eksempel

I dette eksempel er der tale om en dansk tekstilvirksomhed med ca. 35 ansatte. Et kapitalformidlingsselskab købte aktier i år 2000, så det nu ejer omkring 29% af virksomheden. Det har ikke været muligt at snakke med den relevante medarbejder hos tekstilvirksomheden, hvorfor fremstillingen af forhandlingerne baseres på interviewet med kapitalformidlingsselskabet.

Finansieringskildens interesse for miljøforholdene hos tekstilfirmaet

Kapitalformidlingsselskabet fortalte, at man som regel (og også i dette tilfælde) foretager to forskellige typer vurdering, når de indtræder som investor i en virksomhed – en økonomisk og en juridisk. Det vurderes for det første, om der er økonomisk belæg i virksomheden. Formålet er at opkøbe virksomheden, udvikle den og dernæst sælge den igen efter 5-8 år. Derfor kan man godt kalkulere med, at virksomheden kan give underskud i starten. Den økonomiske vurdering inkluderer desuden overvejelser over virksomhedens image, trends inden for branchen, konkurrencesituationen i forhold til andre virksomheder, virksomhedens likviditetsforhold (da der er tale om vækstvirksomheder) etc. Information indhentes via virksomheden selv, egen research og erfaring fra tidligere. Den økonomiske vurdering munder ud i en struktur- og værdiansættelse. For det andet foretages en juridisk vurdering af forhold vedrørende f.eks. virksomhedens faktiske eksistens etc.

Miljøforhold falder ind under begge typer vurdering, men der foretages ikke en eksplicit miljøvurdering og ikke på baggrund af fastlagte procedurer. Generelt sikres det, at tekstilvirksomheder opfylder offentlige miljøkrav, såsom fravær af oliespild på grunden etc. Man stoler på virksomheden, hvorfor man som regel accepterer et mundtligt tilsagn som tilstrækkelig dokumentation. Virksomheder og eksisterende aktionærer skal dog garantere, at relevante miljøkrav og -regler overholdes. Kapitalformidlingsselskabet spørger som regel

¹¹ Fonden regner med 3-5 år for børsnoterede aktier og 5-7 år for unoterede selskaber.

ikke tekstilvirksomhederne, om de har en formuleret miljøpolitik, om der er miljøledelse, om de er registreret i forhold til miljømærkerne, eller om der udarbejdes et grønt regnskab. Der anvendes ikke et skema eller en fastlagt procedure ved vurderingen af virksomheden.

Generelt anfører kapitalformidlingsselskabet, at der ofte foregår en udvikling i virksomheden i den periode, hvor de ejer den. Dette kan også gælde udviklingen af en miljøprofil. Dette styres af bestyrelsen (som en del af den generelle porteføljepleje) og virksomheden selv. I forhold til virksomhedens underleverandører er der visse forhold, som kapitalformidlingsselskabet finder det meget vigtigt at undersøge. Dette gælder f.eks. anvendelse af børnearbejde, men kan også være anvendelsen af farlige kemikalier. Også sådanne undersøgelser sker ad hoc i stedet for via faste procedurer. Baggrunden for dette fokus er dels finansieringsinstitutionens egne etiske hensyn, og dels risikoen for at der opstår en sag i medierne, som kan give virksomheden og investeringsinstitutionen et dårligt image.

Kapitalformidlingsselskabet ser derfor også miljøforhold som både en positiv og en negativ drivkraft. Dels er det væsentligt at undgå mediesager og store uforudsete ekstraomkostninger på miljøområdet, og dels kan det være en del af en virksomheds strategi at profilere sig på en miljøprofil. Der lægges dog vægt på, at sidstnævnte er op til virksomheden selv. Kapitalformidlingsselskabet ser derfor tilsyneladende ikke miljøforhold som en positiv drivkraft i forhold til dets egen investeringsadfærd. Dette har ikke noget at gøre med investeringernes tidshorisont, da investeringskilden selv betragter denne som tilstrækkeligt lang til at indregne miljøforhold. Generelt mener kapitalformidlingsselskabet, at dets fremgangsmåde ved vurdering af investeringers rentabilitet – og herunder vurderingen af miljøforhold – er typisk for større investorer.

På spørgsmålet om, hvad der skal til, for at miljøforhold i højere grad indregnes i finanssektorens beslutninger, svarer kapitalformidlingsselskabet, at man ser to typer pres. Dels et efterspørgselspres fra forbrugerne og dels et pres fra aktionærerne. Sidstnævnte bliver en mere og mere interessant faktor, fordi aktier i dag købes af en bredere del af befolkningen end tidligere, hvorfor man kunne forestille sig, at et deraf følgende bredere spektrum af værdier kunne få betydning.

4.2.2.4 Tredje eksempel

Tredje eksempel omhandler en mellemstor dansk tekstilvirksomhed, der i slutningen af 1990'erne i forbindelse med et generationsskifte blev overtaget af et kapitalformidlingsselskab.

Tekstilfirmaets miljøprofil

Tekstilfirmaet har ikke en formuleret miljøpolitik eller registreret miljøledelse. Der udarbejdes ikke et grønt regnskab, og firmaets produkter er ikke registreret i forhold til miljømærkerne. Størstedelen af produktionen sker i andre dele af Europa samt Fjernøsten. Der var ingen administrative medarbejdere tilbage i firmaet, der havde siddet med i forhandlingerne med kapitalformidlingsselskabet. Det var derfor ikke muligt at høre tekstilvirksomhedens opfattelse af forhandlingssituationen.

Finansieringskildens interesse for miljøforholdene hos tekstilfirmaet

Kapitalformidlingsselskabet fortalte, at man som oftest ikke undersøger specifikt, om virksomhederne overholder de gældende offentlige miljøkrav, inden man investerer. Det samme er tilfældet i denne sag. Man spurgte således heller ikke virksomheden, om denne havde en formuleret miljøpolitik eller udarbejdede et grønt regnskab, idet de vidste, at dette ikke var tilfældet. Desuden forhørte man sig ikke eksplicit om miljøforholdene hos virksomhedens underleverandører.

Kapitalformidlingsselskabet forklarede, at man betragter miljø som en enkelt ud af en meget lang række risikoparametre, såsom arbejdsmiljø, kundekreds, efterspørgselsfaktorer etc. Da miljøforholdene generelt ikke forventes at medføre alvorlige ekstraomkostninger (eller gevinster) prioriteres det ikke at undersøge disse eksplicit. Miljø betragtes således ikke som en væsentlig økonomisk parameter ved vurderingen af en investerings rentabilitet. Miljøforhold nævnes dog som en eventuel risikoparameter, hvorfor kapitalformidlingsselskabet tildels opfatter miljø som en negativ drivkraft. Selskabet mener, at dette er en relativt typisk holdning hos de fleste investeringsinstitutioner.

Ved spørgsmålet om, hvad der skal til, for at miljøforhold vil få større vægt ved investeringsbeslutninger, svarer kapitalformidlingsselskabet, at det ikke er et spørgsmål om manglende information. I stedet ville en skærpelse af miljøkravene eller en mulighed for bedre at kunne kvantificere miljøfaktorernes indflydelse på virksomhedens økonomiske formåen måske skabe mere fokus på området. Det fremføres dog også, at der generelt er så mange faktorer, der skal indregnes ved investeringsbeslutninger, at miljø sandsynligvis sjældent vil få en væsentlig selvstændig betydning.

4.2.2.5 Fjerde eksempel

I fjerde eksempel er der tale om en relativt stor tekstilvirksomhed med omkring 120 ansatte. Omdrejningspunktet for eksemplet er de forhandlinger, der foregik i begyndelsen af 1990'erne, hvor firmaet blev overtaget af et investeringselskab. Da det ikke har været muligt at tale med den relevante medarbejder hos investeringselskabet, baseres fremstillingen af forhandlingen på interviewet med tekstilfirmaet.

Tekstilfirmaets miljøprofil

Tekstilfirmaet har ikke en formuleret eller nedskrevet miljøpolitik eller -profil, den er ikke certificeret i forhold til miljøledelse, og den udarbejder ikke et grønt regnskab.

Finansieringskildens interesse for miljøforholdene hos tekstilfirmaet

Tekstilfirmaet forklarede, at forhandlingerne foregik i starten af 1990'erne, hvor det var oplevelsen, at der generelt var mindre fokus på miljøforhold. Det var således heller ikke et emne, der blev diskuteret i denne forbindelse. I forhandlingssituationen var der primært fokus på juridiske spørgsmål i forbindelse med miljø, såsom spørgsmålet om eventuel olieforurening af grunden eller lignende, dvs. fokus var på produktionsstedet. Det blev ikke undersøgt specifikt, om virksomheden opfyldte gældende miljøkrav.

Investeringselskabet spurgte ikke specifikt til miljøforholdene hos underleverandørerne til tekstilfirmaet. Tekstilfirmaet fremførte imidlertid, at man selv lægger vægt på, at de væsentligste faktorer skal være i orden. Medarbejdere hos firmaet tager således ud til produktionsstederne og sikrer sig, at der f.eks. ikke anvendes børnearbejde. Men ansvaret ligger primært hos underleveran-

dørerne selv – forholdene er derfor for specifikke til at være relevante for finansieringskilden.

Tekstilfirmaet fremførte heller ikke selv sine miljøforhold i forhandlingerne med investeringsselskabet. Miljøforholdene betragtes måske ikke nødvendigvis som et aktiv for firmaet, idet f.eks. indfarvningsprocessen kunne være et problem.

4.2.3 Sammenfattende analyse af tekstilcasen

I det følgende sammenfattes de væsentligste pointer fra det empiriske studie af tekstilbranchen. Disse opdeles i to dele. For det første redegøres for, hvilke kriterier der inddrages i en finansieringsinstitutions vurdering af potentialet i en tekstilvirksomhed – og herunder betydningen af virksomhedens miljøforhold. For det andet diskuteres det, hvilke barrierer og muligheder der kunne være for en eventuel yderligere inddragelse af miljøforhold.

4.2.3.1 Kriterier ved vurderingen af en virksomhed (og inddragelsen af miljø)

Det er opfattelsen på baggrund af de gennemførte interviews, at mindst tre forhold har væsentlig betydning for, om en finansieringsinstitution vælger at investere i en tekstilvirksomhed.

For det første skal virksomhedens *økonomiske forhold* være i orden. Hermed menes firmaets økonomiske præstationer og potentiale for fremtiden. Disse forhold vurderes ud fra budgetter, regnskaber, vurderinger af afsætningsmuligheder etc.

For det andet er det væsentligt, at forhandlerne fra finansieringsinstitutionen har tillid til *virksomhedens ledelse*. Dette fremhæves af stort set alle som fundamentalt for investeringsbeslutningen. Baggrunden er bl.a., at finansieringsinstitutionen ikke kan have styr på alle forhold hos tekstilvirksomheden, hvilket naturligvis heller ikke er dens opgave. Det er derfor vigtigt, at man har tillid til, at tekstilvirksomhedens ledelse kan varetage driften og udviklingen af virksomheden på en måde, der også er til finansieringsinstitutionens fordel.

Endelig fremhæver de fleste i finansieringssektoren, at en virksomhed skal være drevet *etisk forsvarligt*. Med etisk forsvarligt menes i store træk bæredygtigt, dvs. en kombination af sociale og miljømæssige hensyn. Især børnearbejde og arbejdsmiljøet er her i fokus. Det etiske fokus begrundes dels med finansieringsinstitutionens egne etiske normer og dels med risikoen for en mediesag, der kan skade image og økonomi hos både tekstilvirksomheden og finansieringsinstitutionen. Selvom enkelte interviewpersoner også nævner miljø som en positiv drivkraft er det generelle billede, at miljø opfattes som en risikofaktor, om end en af de mindre. Finansieringskilderne undersøger sjældent risici eller muligheder for fremtidige ændringer i miljøkrav på det pågældende område. Dette betragtes som et detailspørgsmål, som det vil være alt for ressourcekrævende at gå ind i.

4.2.3.2 Barrierer og muligheder for en yderligere inddragelse af miljøforhold

Opfattelsen hos flere af finansieringsinstitutionerne er, at det ikke virker realistisk at inddrage miljøforhold yderligere i deres adfærd på tekstilområdet, end tilfældet er i dag. Da miljøforhold tilsyneladende generelt betragtes som en primært *negativ drivkraft*, er det væsentligste spørgsmål i forbindelse med en virksomhed, om relevante krav og regler overholdes. I relation hertil stoler

finansieringsinstitutionerne som regel på, at disse forhold er i orden og betragter det som virksomhedens eget ansvar.

Endvidere udtaler flere, at de ser miljø som en *enkelt ud af en lang række risikofaktorer*. Det er således mere rationelt for finansieringskilderne at bruge tid på at undersøge andre risikofaktorer hos virksomheden – såsom budget, regnskab og afsætningsmuligheder – da en manglende kontrol af disse forhold erfaringsmæssigt kan lede til større tab end manglende fokus på miljøforhold.

De færreste finansieringskilder oplever en problematisk mangel på *information* om virksomhedernes miljøforhold. De stoler på, at virksomhederne selv har styr på, hvilke miljøregler der skal være opfyldt. Desuden vælger enkelte af finansieringsinstitutionerne nogle gange at få dette grundigere undersøgt af uvildige specialister. Her skinner holdningen om miljø som negativ drivkraft atter igennem: information om miljøkrav og opfyldelsen heraf betragtes som den væsentligste på området. Samtidig er finansieringskilderne måske i mindre grad opmærksomme på, om de besidder tilstrækkelig information om miljøfaktorerens eventuelle positive betydning for en virksomheds økonomiske præstation.

Generelt vurderes virksomhederne på baggrund af en samtale mellem virksomhedsledelsen og forhandlere fra finansieringsinstitutionerne. Disse er ofte relativt løst struktureret – der er således ikke tale om et fast afkrydsningsskema, der skal gennemgås. Dette gælder heller ikke for de miljøforhold, der inddrages. Derfor lod finansieringsvirksomhederne ikke til at have et udpræget ønske om at anvende et nyt miljøvurderingsskema. Et nyt redskab på området skulle derfor være mere generelt og overordnet end eventuelle tidligere skemaer.

De fleste finansieringskilder fremhæver tre typer pres, der vil kunne afkræve yderligere opmærksomhed omkring miljøforhold. Dels ville en skarpere *lovgivning* på miljøområdet og herunder eventuelt et forøget ansvar hos finansieringskilderne kunne skabe et større fokus. Sidstnævnte betragtes imidlertid som urealistisk, fordi det må betragtes som virksomhedsledernes eget ansvar at drive deres virksomheder i henhold til lovgivningen. Dels nævnes en *øget efterspørgsel* fra forbrugernes side på miljøbevidste tekstiler som et muligt incitament til et forøget fokus på miljø i investeringssituationer. Endelig nævnes det, at et *pres fra aktionærernes side* vil kunne skabe et forøget fokus på miljø.

Samlet set er der derfor flere væsentlige barrierer for, at finansieringssektoren i yderligere grad vil inddrage miljøfaktorer i deres beslutninger. For det første ses miljøforhold som en relativt lille økonomisk risikofaktor og et endnu mindre økonomisk potentiale. For det andet – og som følge heraf – betragtes miljøforhold som detailviden, der administreres bedst af virksomhederne selv.

Der forekommer ikke at være et udpræget behov for øget information eller behov for nye miljøvurderingsskemaer. Til gengæld kunne der være et potentiale i at skabe et fokus på miljø som en positiv drivkraft, dvs. en opmærksomhed omkring miljøbevidsthed som et økonomisk potentiale. Dette kunne f.eks. gøres ved at fokusere på ”solstrålehistorier”, hvor finansieringsinstitutioner fortæller om virksomheder med en miljøbevidst profil, som de har haft stor økonomisk fordel i at investere i.

4.3. Venturefinansiering

4.3.1 Eksempel

For at få uddybet forholdene inden for venturefinansiering er der foretaget et eksplorativt interview med et ventureselskab, der bl.a. investerer i elektronik.

Ventureselskabet investerer ofte i unge virksomheder, der producerer IT-relateret elektronik, og hvis iværksættere typisk er dygtige udviklingsingeniører, som mangler erfaring med de forretningsmæssige aspekter af virksomheden, såsom ledelse, økonomistyring, markedsføring. Ventureselskabet investerer som regel i en tidlig fase af virksomhedens udvikling og sælger den igen, når den i bedste fald er vokset fra lille til mellemstor virksomhed. Ventureselskabet realiserer først et afkast på salgstidspunktet og da under forudsætning af, at virksomheden har haft værditilvækst. Foruden selve kapitalindskuddet bidrager investor med meget aktiv rådgivning med henblik på at opbygge virksomhedens ledelses- og forretningskompetence. Dette er en væsentlig del af selskabets investeringsstrategi.

Kriterier

Finansieringsselskabet udvælger og vurderer mulige investeringsemner ud fra fire hovedkriterier :

- Virksomheden skal have udviklet unikke produkter eller ydelser for at kunne klare sig i den hårde internationale konkurrence. Dette krav skal altid være opfyldt, og ventureselskabet gennemfører således ofte en markedsanalyse for at sikre, at produktet ikke findes allerede, eller at det ikke findes med de specifikke kvaliteter, som virksomheden har udviklet.
- Virksomheden skal have en god markedsposition – enten i form af en stærk nicheposition, eller fordi produktet sælges på et marked i teknologiskift, hvor der er mulighed for en stærk position.
- Virksomheden skal have en robust forretningsmodel og en klar strategi for, hvordan den kommer ind på de relevante markeder.
- Virksomhedens iværksættere skal have stort *drive* og gerne sans for de forretningsmæssige aspekter af virksomhedsdrift.

Miljøkriterier?

Miljøfaktorer tilhører den *sekundære afdeling* i investors udvælgelse og rådgivning af virksomheder. Interviewpersonen siger: ”Man skal være realistisk. Der er så mange andre faktorer, som er mere problematiske, og som optager deres tid og kræfter – og vores”.

Alligevel sikrer udviklingsvirksomheden sig ved investeringer i virksomheden, at der ikke kan være alvorlige miljømæssige problemer forbundet med produktet eller produktionsprocessen. Her – som i de andre cases – er det primært overholdelse af miljølovgivningen, der er i fokus. I et enkelt tilfælde, hvor virksomhedens produkt kunne give anledning til et specifikt miljøproblem, lagde ventureselskabet vægt på, at virksomhedens ledelse blev styrket med en person med indsigt i miljøkrav på området, fordi man ønskede at sikre, at produktet levede op til alle gældende og forventede fremtidige krav.

Ligeledes skubber ventureselskabet generelt på for, at virksomhederne udvikler produktdimensioner, der kan styrke interessen for produktet. Det kan f.eks. være, at markedet specifikt efterspørger miljørelaterede parametre, såsom lavt energiforbrug. I disse situationer kan miljø indgå som én ud af mange dimensioner. Ventureselskabet har dog ikke søgt at udnytte miljødimensionen i en offensiv markedsstrategi, men har alene inddraget miljø for at undgå, at virk-

somhedens produkter taber terræn i forhold til markedets standardkrav. Heller ingen af de pågældende virksomheder berører relevante miljøaspekter i præsentationen af deres produkter på deres hjemmesider.

Dokumentation og informationsgrundlag

Interviewpersonen fremhæver, at virksomhederne som hovedregel er et skridt foran ventureselskabet med hensyn til at undersøge miljøforhold. Oftest er virksomhedens egne teknikere eller ingeniører opmærksomme på, hvad der måtte være af miljømæssige forhold og mulighederne for at imødegå disse. Derfor rækker det ofte for investor at spørge til opfyldelse af miljøkrav.

4.3.2 Barrierer og muligheder

Interviewet med dette og andre ventureselskaber (tekstilcasen) antyder, at den væsentligste barriere for et øget fokus på miljøaspekter i denne del af finanssektoren er, at opstart af nye virksomheder og produkter er en vanskelig proces, hvorfor kræfterne rettes mod andre aspekter af virksomhedens udvikling end miljøstyring. Miljøaspekterne betragtes og erfares generelt ikke som tilstrækkeligt betydningsfulde for virksomhedens overlevelse og udvikling i opstartsfasen. Ikke uvæsentligt er der dog også her fokus på, at miljøforhold kan udgøre en risikofaktor, og i den forstand giver regler og krav et incitament til at forebygge miljøproblemer.

Samtidig er der heller ikke noget, der tyder på, at virksomheder, der har brug for venturekapital til innovative grønne teknologiske produkter, støder ind i særlige barrierer. Miljøteknologier vil ud fra det foreliggende datagrundlag blive vurderet efter samme kriterier som al anden teknologiudvikling, dvs. produktet skal være godt, der skal være et marked og virksomhedens ledelse skal indgyde tillid. Opfylder en virksomhed disse betingelser, vil den alt andet lige få adgang til venturefinansiering. Men medmindre der forventes at være et stort og tydeligt marked for bestemte teknologier, giver denne case ikke anledning til at forvente, at finansieringssektoren vil være udfarende på dette område. Initiativet skal komme fra virksomhederne selv. Dette stemmer overens med holdningen hos de kapitalformidlingselskaber, der blev interviewet i forbindelse med tekstilcasen.

Mulighederne for et øget miljøfokus kunne ligge i at synliggøre miljøstyringens gavnlige effekt for såvel produktionsstyring som markedspotentiale. Det sidste gælder naturligvis især de markeder, hvor det kan godtgøres, at miljø betragtes som en kvalitetsparameter. Det må dog betragtes som en forudsætning, at den økonomiske fordel heraf kan kvantificeres på en måde, der gør det muligt at vurdere miljøfaktorens betydning i forhold til andre aspekter ved produktion og produkt. Kan det påvises, at miljøfaktorer har betydelig indflydelse på virksomhedens økonomiske resultat, vil ventureselskaberne kunne forventes at blive en drivkraft for miljøstyring. Årsagen er, at denne type investor er tættere inde i rådgivningen af virksomheder end andre finansieringskilder. Ligeledes må ventureselskaber forventes at kunne spille en central rolle i finansieringen af udvikling af decideret miljøteknologiske produkter. Der kunne dog ligge en offentlig opgave i at støtte virksomheder med at analysere markederne for konkrete miljøteknologier, i det omfang det vurderes, at ventureselskaberne ikke i tilstrækkelig grad har ekspertise til at vurdere sådanne markeder.

4.4 Individuelle investorer

Individuelle investorer og opsparere kan påvirke den volumen af kapital, der trækker i miljøvenlig retning ved bl.a. at efterspørge muligheder for at investe-

re pensions- og andre midler efter værdibaserede principper. I nogle lande er det, jf. kapitel 3, en veletableret praksis, at individuelle investorer har denne mulighed for at gøre deres indflydelse gældende. Danske individuelle investorer har, som også påpeget, relativt begrænsede muligheder for at fastlægge individuelle principper for deres opsparing qua den store opsparingsgrad i obligatoriske arbejdsmarkedspensioner, om end disse muligheder er forbedret de sidste par år. Flere pensionskasser og -fonde har således åbnet op for, at medlemmerne i et vist omfang frit kan vælge mellem forskellige investeringspuljer og -formål.

Et delspørgsmål for undersøgelsen har derfor været at belyse individuelle investorer og spareres interesse for etiske og bæredygtige investeringsalternativer. Analysen bygger på de erfaringer, der er gjort i de få investeringsforeninger, der har markedsført sig på værdibaserede investeringer og/eller tilbyder særlige miljøpuljer, samt på data fra pensionskasser og -selskaber.

Investeringsforeningen Banco investerer ud fra en overordnet etisk-humanitær holdning. Endvidere giver nogle afdelinger bidrag på en procentdel af investeringsbevisernes værdi til udvalgte humanitære og almennyttige organisationer. Banco investerer i udgangspunktet i de aktier, der giver det bedste afkast. Men når disse aktier er identificeret, screenes de med henblik på, om de overholder centrale FN konventioner - på miljøområdet drejer det sig om konventionen om biodiversitet, Kyoto-protokollen om klima og Montreal-protokollen om ozonlagsbeskyttelse. Der er således primært tale om en negativ screening, hvor virksomheder med uansvarlig adfærd på miljøområdet fravælges. Banco er således ikke en egentlig grøn investeringsforening, men en etisk baseret investeringsforening, hvor miljøhensyn indgår som et screeningsområde. Som sådan tjener eksemplet primært til at belyse interessen blandt individuelle investorer for en alternativ investeringsforening, der investerer på basis af et værdigrundlag.

I forbindelse med åbningen af afdelingen Banco Verden i maj 2002 kørte Banco en omfattende reklamekampagne for at gøre individuelle opsparere opmærksomme på muligheden for at investere efter etiske principper. Kampagnen gav pæn efterspørgsel efter tegningsmaterialet og indbragte 20 mio. kr. i investeringer på to uger. Men generelt erfarer Banco, at det for tiden er svært at tiltrække individuelle opsparere til aktiemarkedet på grund af de seneste års stærkt dykkende kurser (interview). Banco har fået 3000 henvendelser i alt på maj-kampagnen og en lignende kampagne året før, og ca. 1500 har placeret midler i foreningen. Indfrielse af målsætningen om at nå op på en portefølje på en halv milliard ligger dog et stykke ude i fremtiden. Medio september 2002 udgjorde Bancos samlede portefølje ca. 78 mio. kr., heraf ca. 16,6 mio. kr. i Banco Human, Nordiske Aktier og 18,3 mio. kr. Banco Verden. Sidstnævnte afdeling investerer internationalt i selskaber med betydelige markedsværdier og giver i øvrigt ikke noget humanitært bidrag.

Man forventer dog fortsat stigende interesse, idet der henvises til Sverige, hvor Banco startede først i halvfemserne. I Sverige, hvor den private aktiekultur er mere udbredt end i Danmark, udviklede interessen sig først for alvor efter 3 år. Banco i Sverige har nu en portefølje på 10 mia. kr., hvilket pga. faldende aktiekurser svarer til det halve af porteføljen for tre år siden. Ligeledes forventer Banco, Danmark, at få flere investorer, fordi man vurderer, at der er kommet øget fokus på etik (interview).

BG Invest har i efteråret oprettet en afdeling med navnet Bæredygtig - Europa, der investerer i europæiske virksomheder, der har en bæredygtig strategi. Bæredygtighed defineres i denne sammenhæng sådan, at der lægges vægt på økonomi, sociale og miljømæssige forhold. Afdelingen udvælger virksomheder efter Dow Jones STOXX Sustainability indekset. Bæredygtig - Europa blev oprettet bl.a. på foranledning af finanskoncernens filialer, som mente, at der ville være et marked for et sådant investeringsalternativ. Afdelingen åbnede i september 2002, og interessen har hidtil været begrænset (interview). I alt var der ultimo november 2002 købt investeringsbeviser for omkring 35 mio. kr., svarende til omkring halvdelen af, hvad investeringsforeningen havde forventet.

Men investeringsforeningen tolker den beherskede interesse for den nye afdeling som et udtryk for tøven over for aktiemarkedet generelt. "Det siger intet om bæredygtighedsafdelingen. Det handler om aktiemarkedet", siger interviewpersonen.

Erfaringerne med Banco og Bæredygtig Europa giver således ikke belæg for at konkludere, at der skulle være et stort potentiale af investorer, der ønsker at investere efter værdibaserede principper, men det modsatte kan heller ikke konkluderes. Dertil er datagrundlaget for spinkelt, og situationen på aktiemarkedet for turbulent.

Andre investeringsforeninger har oprettet egentlige miljøteknologiafdelinger, og selv om det ikke er sket som følge af kundeefterspørgsel, har disse afdelinger og puljer haft relativt stor søgning. Alm. Brands miljøteknologiafdeling hører således til blandt foreningens mest populære produkter (interview). Det samme gælder Lønmodtagernes Dyrtdisfond, der også har givet kunderne mulighed for i et vist omfang selv at placere midler i puljer. Her har miljøpuljen også været den mest efterspurgt, godt hjulpet på vej af høje afkast i dens første år. Flere investeringsforeninger og banker beretter samtidig, at kunder i stigende antal efterspørger etiske og miljøvenlige investeringsprodukter. Begge steder forventes det, at miljøaspekter vil få en mere fremtrædende placering i investeringsuniverset som følge af bl.a. efterspørgsel fra finansinstitutionernes kunder.

De interviewede pensionskasser har dog ikke, på trods af debatten om at øge pensionskassemedlemmernes indflydelse over placeringen af deres midler, fået mange henvendelser om at øge mulighederne for miljøvenlige investeringer.

Udviklingen i Andelskassen Merkur, der giver bæredygtighedsprincipper en central plads i sin forretningsfilosofi, og hvor kunderne har mulighed for at øremærke deres indlån til finansiering på fx. miljøområdet, indikerer en stabil men ikke stor interesse for etisk finansiering. Merkurs udvikling er interessant i denne sammenhæng, fordi aktiemarkedets situation ikke spiller ind på kundernes interesse. Andelskassen har således haft en årlig tilvækst i kundegrundlaget på 20-25% de seneste 10 år, således at man ultimo 2001 havde knapt 6.000 privatkunder og ca. 1000 erhvervs- og foreningskunder og et samlet indlån på knapt 300 mio. kr. Men dette beløb skal ses i relation til pengeinstitutternes samlede indlån på 805 mia. kr. i 2001.

Konklusion

Datamaterialet giver ikke grundlag for at konkludere, om der er interesse blandt individuelle opsparere for at kunne integrere miljøhensyn i deres investeringer. For det første er eksisterende muligheder for at efterspørge eti-

ske/bæredygtige investeringsalternativer relativt nyopståede, for det andet har de seneste udviklinger på aktiemarkedet virket demotiverende på potentielle nye investeringskunder. Der er en forventning i dele af branchen om, at miljøparametre vil få større opmærksomhed blandt kunderne, men en sådan interesse har endnu ikke udmøntet sig i stor efterspørgsel efter de muligheder, der findes på markedet.

4.5 Analyse: finanssektorens praksis vedrørende inddragelse af miljøfaktorer

Caseanalysen har vist en høj grad af homogenitet på tværs af brancher og finansinstitutionstyper, men interviewene afdækker samtidig vigtige nuancer. For at tydeliggøre såvel ligheder som forskelle og som en opsamling på data-materialet skal dette afsnit redegøre for de væsentligste træk ved finanssektorens praksis, inddelt efter institutionstype.

4.5.1 Banker

Bankerne spiller en central rolle, idet disse er i kontakt med virksomheder af alle typer og størrelser, ligesom de ofte har relativt tæt kontakt med virksomhederne i forbindelse med kreditvurderingen.

I bankernes kreditbeslutninger indgår det som en grundforudsætning, at virksomhederne kender til og overholder al relevant *miljølovgivning*, og adskillige interviewpersoner anfører, at de endvidere vurderer, om en virksomheds budget ville kunne bære nyinvesteringer som følge af eventuelle stramninger af godkendelser og miljøregulering. En repræsentant for en mindre bank siger således: "Det er min klare opfattelse, at området har høj prioritet alle steder. Det er utroligt belastende for engagementet, hvis der ligger noget miljømæssigt, som skal på plads her og nu. Der kommer mere og mere fokus på miljø".

Den interviewede anfører endog, at virksomheder, der ikke har deres miljøforhold i orden, har svært ved at finde et pengeinstitut. Det gælder dog primært brancher, hvor miljøforhold er fremtrædende. Bankerne fremhæver, at der er mange brancher og virksomheder, hvor miljøfaktorer er næsten irrelevante, fordi virksomhedens produktion har meget lille miljøpåvirkning.

Opmærksomheden på miljølovgivningen drives af bankernes risikoaversion: det kan være ødelæggende for en virksomheds økonomi og dermed for bankens engagement, hvis den har overset miljøregulering og uventet skal gennemføre miljøtiltag, ligesom det i værste fald kan medfølge erstatningsansvar. Nogle banker, måske især de mindre lokale og mellemstore, er endvidere opmærksomme på, at bankens image kan få skrammer, hvis en kundes dårlige miljøforhold kommer i mediernes søgelys.

Ingen af de interviewede banker efterspørger direkte miljøstyring eller -certificering af deres kunder. En miljøcertificering kan dog tælle på plussiden i bankernes samlede vurdering, fordi det, sammen med mange andre faktorer, indikerer god ledelse.

Miljøfaktorer indgår som en af mange faktorer i den samlede kreditvurdering, og med forskellig styrke blandt de interviewede banker, men ud over at overholdelse af lovgivning betragtes som et sine qua non, indgår miljøfaktorer i praksis sjældent som en meget betydningsfuld faktor. Den vægt, som en kundes miljøforhold tillægges, varierer dog med karakteren af virksomhed og med

det finansielle engagements størrelse. Jo større engagementet er, desto større vægt vil miljøspørgsmål have i vurderingen, når der samtidig er tale om aktiviteter med potentielt stor miljøbelastning. Nøglekriterierne i kreditvurderingen er virksomhedens økonomiske resultater, virksomhedens udviklingsmuligheder og *ledelsesfaktoren*. Tiltro til ledelsen spiller måske den afgørende rolle i beslutningen.

Vidensniveau og redskaber

Bankerne, især de større, udarbejder egentlige kreditpolitikker for specifikke brancher samt løbende analyser, som filialerne anvender i kreditvurderingen. Miljøregnskaber indgår sjældent i sagsgennemgangen. Ingen af de interviewede banker benytter deciderede checklister vedrørende miljøforhold, fordi de finder, at sådanne lister har tendens til at mekanisere beslutningen, der i højere grad skal hvile på en samlet vurdering af virksomheden og ikke mindst dens ledelse. Detaljerede håndbøger har endvidere tendens til at blive for tidskrævende og vil i værste fald rette fokus mod irrelevante detaljer for de mange virksomheder, hvor miljøaspekter spiller en relativt begrænset rolle, ligesom de hurtigt bliver utidssvarende.

Bankernes medarbejdere deltager i uddannelse og kurser, enten internt eller i branchens uddannelsescenter. Her får de også kendskab til miljøforhold og miljøledelse som en integreret del af kreditvurdering. Repræsentanter for mindre banker, som måske har mere begrænsede ressourcer og færre redskaber in-house, fremfører dog, at det på trods af uddannelsesudbuddet kan være en stor opgave at undersøge, hvilke miljøfaktorer der kan være på spil for en given virksomhed.

4.5.2 Kapitalformidlingselskaber, investeringsselskaber og -foreninger

Det har været undersøgelsens antagelse, at investorer i højere grad end banker tillægger miljøaspektet vægt som positiv drivkraft, fordi investorer forventes at have øje for faktorer, der kan øge shareholder value, herunder forbedret markedsposition og reducerede produktionsomkostninger. Dette gælder både kapitalformidlingselskaberne, investeringsselskaberne og -foreningerne.

Nogle af de interviewede i denne gruppe har da også blik for disse mekanismer, men generelt er billedet også blandt investorer, at opmærksomheden på miljøfaktorer primært motiveres i risikobetrægtninger. De interviewede lægger alle vægt på, at virksomhedens miljøforhold *skal være i orden*, forstået sådan at miljølovgivningen skal overholdes. Herudover lægger man vægt på at undgå *sager i medierne*, men det er ikke et forhold, der fylder meget i konkrete investeringsbeslutninger. Opmærksomheden skærpes midlertidigt, når der har været mediasager omkring en virksomheds miljøforhold.

Ingen af de interviewede stiller krav om miljøstyring eller miljøcertificeringer. Heller ikke på tekstilområdet, hvor der har været nogen branche- og medieopmærksomhed på virksomheder, der har indført miljøledelse og mærkningsordninger. Som hovedregel har investorerne i undersøgelsen ringe tiltro til, at miljøparametre giver en afgørende, målbar økonomisk fordel.

Repræsentanter for enkelte investeringsaktører har dog en klar forventning om, at der vil være en sammenhæng mellem god miljøstyring og aktieværdien. En af de interviewede fremhæver således, at miljøparametren får stadig større betydning for virksomhedernes image. Miljø har en *branding effect*, som afspejler sig i højere markedsværdi for virksomhedens aktier – en *miljøpræmie*. På samme måde er der en forventning blandt enkelte investorer om, at miljø i

stigende grad vil repræsentere et kvalitetsparameter i konkrete produkter og dermed vil give en højere pris.

Blandt de investeringsforeninger, der har forventninger til miljøparametrenes positive effekt, har flere oprettet særlige investeringspuljer – enten bæredygtighedspuljer, hvor aktier udvælges efter virksomhedernes efterlevelse af bestemte principper som fx. virksomhederne i Dow Jones Sustainable indekset (jf. kapitel 3), eller deciderede miljøteknologipuljer eller energipuljer, hvor der investeres specifikt i renere teknologi, fx. vedvarende energiprodukter. Disse investorer finder dog, at den økonomiske effekt af miljøfaktorerne er svær at kvantificere, og de påpeger, at hidtidige undersøgelser primært har kunne påvise, at der ikke er nogen *negativ* sammenhæng mellem miljøorienterede investeringer og afkast. Men de forventer, at bæredygtige virksomheder på længere sigt vil give bedre afkast, blandt andet fordi bæredygtighed signalerer god ledelse.

Vidensniveau og redskaber

Ligesom bankerne anvender kapitalformidlingselskaberne samt investeringselskaberne og -foreningerne ikke standardiserede tjeklister ved en eventuel vurdering af virksomhedernes miljøforhold. I stedet lægger man stor vægt på mere uformelle samtaler med ledelsen. Ved indsamlingen af information om både miljøkrav og -regler samt miljørisici ved en bestemt virksomhed er investorerne i høj grad afhængige af virksomhederne og disses tekniske rådgivere. Investeringsforeninger med afdelinger, der investerer efter miljøkriterier, anvender typisk standardiserede indeks som Dow Jones Sustainable Group Index, som bygger på relativt detaljerede skemaer og kriterier. Andre benytter internationale analysefirmaer til deres vurderinger. Som hovedregel anfører investorerne, at de hverken kan eller vil besidde den tekniske ekspertise til selv at miljøvurdere virksomhederne. Enkelte finansvirksomheder tilknytter relevant ekspertise gennem særlige advisory boards og lignende og kan derved selv vurdere investeringsmulighederne.

4.5.3 Pensionskasser, -selskaber og -fonde

Hovedparten af de institutionelle investorer, der indgår i undersøgelsen, har vedtaget en overordnet etisk politik, som ligger til grund for deres investeringer. Fokus heri er på *corporate governance*. Hermed menes, at der investeres i virksomheder, hvis adfærd generelt er etisk forsvarlig, inklusive en vurdering af virksomhedens miljøforhold. I et tilfælde operationaliseres dette fx. ved, at virksomheden *ikke må udvise uansvarlig* omgang med naturressourcer og miljøet, mens en anden lægger vægt på virksomhedernes evne til at *skabe innovative løsninger, der er økonomisk, miljømæssigt og socialt bæredygtige*. En enkelt pensionskasse har en *etisk vision*; udmøntningen af denne er under omarbejdelse, idet man ønsker at vælge samarbejdspartnere, herunder porteføljemanagerne, på grundlag af de investeringsprincipper, samarbejdspartnerne opstiller i stedet for at udstikke et sæt specifikke etiske retningslinier. Miljøaspekter indgår i øvrigt ikke eksplicit i investeringsovervejelser, men det kan komme som led i at skabe en bred og robust portefølje.

Generelt er der tale om relativt brede principper, som kommunikerer som rammer til porteføljeforvalterne. De interviewede pensionskasser har som hovedregel ikke opstillet specifikke kriterier, der kan guide porteføljeforvalterne, om end en af de interviewede pensionskasser har planer om at bede sine porteføljeforvaltere udarbejde et skema, der kan sikre overblik over, om virksomhederne overholder gældende miljøkrav, og om de har optimal ressourcesty-

ring. Typisk får pensionskasserne en årlig status over, hvordan investeringsprincipperne er udmøntet, herunder også om miljørelaterede principper afspejles i porteføljen. Flere af de interviewede efterlyser således langt mere overskuelig information om virksomhedernes miljøforhold, fx. gennem krav til at relevante miljøforhold gennemgås i komprimeret form i virksomhedsregnskaber.

Der er endvidere forskel på, hvordan investorerne bruger de etiske principper, herunder miljøaspekter, i investeringspolitikken. Nogle investorer går i dialog med de virksomheder, der overtræder principperne, og søger at påvirke dem til en bedre praksis. Lykkes det ikke, kan man i sidste instans, trække investeringerne. Andre bruger kriterierne aktivt til at udvælge mellem virksomheder, der i øvrigt opfylder kriterier for afkast og risiko. Som helhed for pensionskasserne indgår miljøforhold som et mindre aspekt i investeringsovervejelserne.

Generelt motiveres de institutionelle investorers tilgang til etik og miljø af *holdninger* snarere end af økonomiske overvejelser omkring miljøparametres betydning for bundlinien. Dette indebærer dog ikke, at man ikke har blik for, at miljøfaktorer kan påvirke en virksomheds økonomiske resultat. Virksomheder, der sløser med miljøforholdene, løber en risiko, anføres det med henvisning til større miljøsager, der har påført virksomheder store omkostninger. Een anfører endvidere, at ressourcestyring er disciplinerende for virksomhederne og også ad den vej påvirker bundlinien. Men generelt forventer de interviewede ikke, at miljøfaktorer derudover påvirker afkastet i væsentlig grad.

Initiativet til at indføre etiske og miljømæssige investeringsprincipper er i øvrigt typisk ikke sket efter pres fra medlemmer og kunder: En enkelt pensionskasse indførte sin politik i slutningen af 1980'erne efter medlemspres. Men de øvrige pensionskasser og -selskaber får ikke mange henvendelser om miljø og etik fra kundekredsen.

4.5.4 Individuelle investorer

Baseret på de foreliggende erfaringer kan det ikke konkluderes, at der skulle være et stort potentiale af investorer, der ønsker at investere efter værdibaserede principper. Investeringsforeningernes miljøorienterede puljer udgør en lille andel af den samlede portefølje, og de senest udbudte afdelinger med etisk eller bæredygtig fokus har haft mindre efterspørgsel end forventet; pensionskasserne får heller ikke mange kundehenvendelser angående værdibaserede investeringsprincipper. Omvendt beretter flere finanskoncerner om, at mange kunder har udtrykt interesse for bæredygtige investeringspuljer.

Data giver således heller ikke grundlag for at konkludere det modsatte: at der ikke skulle være nogen interesse blandt individuelle investorer efter bæredygtige investeringsalternativer. Dels har sådanne investeringsalternativer kun en kort historie, dels forstyrrer aktiemarkedets nedtur på afgørende vis billedet.

4.6 Sammenfatning

Overordnet kan det konkluderes, at alle de interviewede kreditgivere og investorer – nok i modsætning til hvad tidligere undersøgelser har vist – har fokus på miljø. Miljøorienteringen har dog langt overvejende overholdelse af miljølovgivningen som et ganske vigtigt omdrejningspunkt, men finanssektoren retter også opmærksomheden mod miljørelaterede risikofaktorer i lidt bredere forstand.

Især bankerne fremhæver i denne undersøgelse, at de checker, om virksomhederne har de tilladelser, de skal have i medfør af miljølovgivningen, og i nogle tilfælde kontakter man også kommuner eller amter for at sikre sig, at en virksomhed opfylder gældende miljøkrav. Dels betragtes ulovlige miljøforhold som en finansiel risiko, dels frygter man, at en kundes ulovlige eller uetiske adfærd på miljøområdet får afsmittende effekt på bankens image.

Også investorer angiver at være opmærksomme på, om virksomhederne kan have lig i lasten i form af ulovlige miljøforhold, men blandt de interviewede investorer varierer det, i hvilket omfang man efterspørger dokumentation på området. Flere fremhæver således også, at der især bliver fokus på miljøfaktorer, når der opstår mediasager omkring en virksomheds miljøforhold – skandalefaktoren. Men miljøskandaler har der, som det påpeges, ikke været så mange af blandt danske virksomheder. De interviewede forklarer dette med, at virksomhederne langt overvejende selv har indgående kendskab til, hvilke lovmæssige krav de skal opfylde.

Miljøstyring i videregående forstand og egentlig bæredygtig produktion efterspørges kun i begrænset omfang, om end miljømæssig omhu opfattes som et aspekt af god og professionel ledelse og derfor tæller på plussiden i den samlede vurdering.

Undersøgelsen viser således også, at betragtninger om, at miljøfaktorer kan udgøre en *positiv drivkraft*, ikke har vundet større udbredelse i finanssektoren. De interviewede anerkender generelt, at miljøfaktorer *kan* give virksomhederne økonomiske fordele, fx. i form af konkurrencefordele og ressourceoptimering, men langt hovedparten af de interviewede – med behørig respekt for branchemæssige forskelle – vurderer, at miljøbevidsthed står langt nede på listen over de faktorer, der er udslagsgivende for, hvor godt en virksomhed klarer sig økonomisk.

Enkelte af de deltagende finansieringsinstitutioner skiller sig dog ud på dette punkt: de investorer, der har bevæget sig ind i feltet med grønne og etiske investeringer, fremhæver også positive økonomiske begrundelser for at investere i bæredygtige virksomheder. Her er forventningen, at sådanne virksomheder på *længere sigt* vil opnå bedre økonomiske resultater og højere shareholder value end virksomheder, der ikke opererer på bæredygtig vis.

Blandt finansvirksomheder er der en forventning om, at investeringsafdelinger med miljømæssig og etisk fokus vil vokse i omfang og betydning. Analysen af individuelle investorer efterspørgsel efter etiske/miljømæssige investeringer underbygger dog indtil videre ikke denne forventning, men aktiemarkedets nedtur vanskeliggør en bedømmelse af det reelle potentiale her.

Muligheder for øget fokus på miljø

Adskillige af undersøgelsens deltagere peger på, at der skal økonomiske incitamentter til for at øge finanssektorens fokus på miljøfaktorer; og interviewpersonerne peger på, at disse økonomiske incitamentter skal skabes andre steder i værdikæden end finanssektoren:

- Forbrugerne skal i højere grad efterspørge produkter produceret af virksomheder med en høj miljøprofil.

- Individuelle investorer og opsparere skal øge deres efterspørgsel efter bæredygtige investeringsalternativer.

For så vidt angår det offentlige rolle, har interviewpersonerne foreslået følgende konkrete ideer:

- Det offentlige kan øge indsatsen for at styrke innovationsmiljøerne med særlig vægt på miljøteknologi, således at porteføljen af gode investeringsobjekter på miljøområdet øges. Dette kunne tænkes at skabe en ringe-i-vandet effekt, der bidrager til at skabe opmærksomhed om sådanne investeringer.

- Flere interviewpersoner foreslår endvidere at belønne virksomheder, der gør en særlig miljøindsats, gennem skattepolitikken. Derved styrkes virksomhedernes økonomi og deres værdi for investorer.

- Enkelte interviewpersoner foreslår, at der gennemføres tiltag, der giver miljøvenlige virksomheder konkurrencefordele, som det fx. er sket i vindmøllesektoren med særlige tilskud.

5 Referencer

BG Invest (2002). "Tegningsmateriale til Afdeling Bæredygtig-Europa".

Blum, Georges, Blumberg, Jerald & Korsvold, Åge (1997), "Environmental performance and shareholder value", World Business Council for Sustainable Development, <http://www.wbcsd.org/newscenter/reports/1997/epsvalue.pdf>

Børsen, 11.10.2002. "At stå til regnskab for – ja, men for hvad?". Fredagskommentar af Kai Kristensen m.fl.

Dansk Textil & Beklædning (2000), "Udviklingen i den danske Tekstil- og Beklædningsindustri", København

Deloitte og Touche (1997), "Miljøhåndbog – et værktøj i kreditvurderingen". Silkeborg: Finanssektorens Uddannelsescenter.

DLR Kredit (2002), "Landbrugshåndbog 2002"

Erhvervsministeriet (2000), "Innovationsfinansiering", København, Erhvervsministeriet.

European Bank for Reconstruction and Development:
www.ebrd.com/about/policies/enviro/sectoral/agri/animal.pdf

Fayers, Christopher (1999), "Environment and investment: The role of personal investment choice in creating sustainability", i Sustainable development, volume 7, issue 2, pp.64-76, Sussex: John Wiley & Sons LTD.

Fayers, Christopher, Cocklin, Chris & Doug Holmes (2002), "Environmental Considerations in the decisions of Australian investment professionals", in Journal of Environmental Assessment Policy and Management, volume 2, no. 2, pp. 173-201.

Finansrådet (2002) "Finans og Samfund nr. 6-7, juni/juli 2002". Temanummer: Etik eller ej. København, Finansrådet

Finansrådet, (1999), "Kreditvurdering og finansieringsmuligheder", København, Finansrådet.

Finanstilsynet. www.ftnet.dk/statistik

Friends, Ivory & Sime (2002), "A benchmarking study: Environmental credit risk factors in the Pan-European Banking Sector".

Friis, Birgit & Eriksen, Hanne & Ulhøi, John (1999), "Virksomhedsøkonomiske konsekvenser af miljøledelse", Glostrup: Carl Bro as, Energi og Miljø.

Funk, Karina (2001), "Sustainability and performance: Uncovering opportunities for value creation", Cap Gemini Ernst & Young.

Gee, David, (2001), "*Business and the environment: current trends and developments in corporate reporting and ranking*", Technical report no. 54, Copenhagen: European Environment Agency.

Global Reporting Initiative (2002), "*2002 Sustainability reporting guidelines*". <http://www.globalreporting.org>

Jeppesen, Lisbeth F. et al. (2002), "*Udviklingen på afsætningsmarkederne for dansk svinekød*", Århus: Handelshøjskolen i Århus

Landbrugsrådet (2002), "*Landbruget og omverdenen*". København: Landbrugsrådet.

Miljørådet for Renere Produkter (2002), "*Nye veje til konkurrencefordele*", København.

Miljøstyrelsen (1998), "*Miljørelateret leverandørstyring i tekstilindustrien*", Miljøprojekt nr. 375, København

Miljøstyrelsen (2000), "*Vejen til bedre miljø ved produktion af tekstiler*", Miljøprojekt nr. 50, København

Miljøstyrelsen (2001), "*Tema om grønne investeringer*", MiljøDanmark nr. 8, <http://mst.dk/udgiv/11140100.htm>, København: Miljøstyrelsen.

Porter, Michael & Claas van der Linde (1995), "*Toward a new conception of the environment-competitiveness relationship*" i The Journal of Economic Perspectives, volume 9, issue 4, pp. 97-118.

SAM Research (2002), "*Corporate Sustainability Assessment Questionnaire*".
Social Investment Forum. www.socialinvest.org

Sørensen, Tonni Vinkel (2002), "*Linedans på etisk elastik*", i *Finans & Samfund*, årgang 2002, nummer 6, pp.14-15, København: Finansrådet.

Tekstilpanelet (1999), "*Handlingsplan*", København

UBS Warburg (2001), "*Sustainability investment: The merits of socially responsible investing*". www.ubswarburg.com/researchweb.

United Nations Environment Programme (2002), "*Industry as a partner for sustainable development: Finance and Insurance*", UNEPs Finance Industry Initiatives.

Wendt, Peter (2002), "*Den finansielle sektor*", København: Handelshøjskolens Forlag.

Økonomiministeriet (1999), "*Risikovillig kapital*", Delrapport nr. 4 afgivet af Økonomiministeriets udvalg om den finansielle sektor efter år 2000.

Lovgivning:

Lov nr. 472 af 1. juli 1998 om jordbrugets anvendelse af gødning og om plantedække samt revisioner i medfør af lov nr. 455 af 7. juni 2001 og lov nr. 1085 af 19. december 2001.

Planlægningsloven, jf. Lovbekendtgørelse nr. 763 af 11. september 2002 om Lov om planlægning

Landbrugsloven, jf. lovbekendtgørelse nr. 769 af 24. august 1994 med seneste ændringer jf. lovbekendtgørelse nr. 598 af 15. juli 1999.

Bekendtgørelse nr. 604 15. juli 2002 om erhvervsmæssigt dyrehold, husdyrgødning, ensilage m.v.

Miljøbeskyttelsesloven, jf. lovbekendtgørelse nr. 753 af 25. august 2001 om Lov om miljøbeskyttelse.

Endvidere følgende websites:

http://europa.eu.int/comm/environment/emas/pdf/factsheet/fs_iso_en.pdf

<http://www.sustainability-indexes.com/assessment/pdf/Questionnaire.pdf>

<http://www.iso14001software.net>

Bilag A: Model

Indledning

Udarbejdelsen af en model for, hvordan finansieringssektoren kunne inddrage miljøhensyn i kreditvurdering og investeringsbeslutninger, tager udgangspunkt i eksisterende litteratur om kapitalmarkedet generelt og mere konkret om de specielle forhold på det danske kapitalmarked. Ligeledes vil både nationale og internationale undersøgelser om betydningen af miljøhensyn i den finansielle sektor ligge til grund for udarbejdelsen af modellen. Endvidere suppleres med informationer fra nærværende undersøgelse.

Målet er at skabe en konsistent, men fleksibel metode, hvormed finanssektoren på en formaliseret måde kan inddrage miljøhensyn i den økonomiske vurdering.

Kriterier for kreditvurdering og investeringsovervejelser

Traditionelt træffer finanssektoren beslutninger om lån og investering efter en afvejning af risiko og afkast. I analysen heraf indgår en række informationer om risikostruktur og rentabilitet i den aktuelle virksomhed, herunder virksomhedens historiske resultat, nøgletal vedrørende indtjening, likviditet og soliditet, ydre forudsætninger som markedsmuligheder og indre vilkår som fx. ledelsesforhold, jf. kapitel 3. Finanssektoren skal derfor have adgang til relevante informationer på en systematisk måde og i et brugbart omfang for at kunne foretage sine kreditvurderinger og investeringsovervejelser.

Dette gælder også for finanssektorens inddragelse af de økonomiske konsekvenser af miljøforhold. I internationale finans kredse tages der udgangspunkt i, at finanssektoren har behov for let adgang til objektive og standardiserede informationer om virksomhedernes miljøforhold for at mindske risikoen ved investeringen og sikre en bedre prisfastsættelse af kapital (se fx. Fayers: 70).

Internationale bestræbelser på at udfylde dette informationsbehov rettes mod at udvikle redskaber, der systematiserer og standardiserer information om virksomheders miljøforhold, samt mod at forklare hvordan dette informationsflow kan få betydning for virksomhedernes miljøstrategier.

Erfaringer med inddragelse af retningslinier for information om miljøhensyn

En del af forsøgene på at systematisere informationer om virksomhedernes miljøforhold har taget udgangspunkt i udarbejdelsen af forskellige typer miljøindikatorer, som kan kvantificere og synliggøre bestemte miljøforhold i den enkelte virksomhed. Indikatorer for virksomhedernes miljøpræstation omfatter "quantitative and qualitative information that allow the evaluation, from an environmental point of view, of company effectiveness and efficiency in the consumption of resources" (EEA: 29).

Disse indikatorer bruges af nogle finansielle aktører til at rangordne virksomheder over for hinanden for derved på en systematisk måde at vurdere virksomhedernes relative formåen på de udvalgte miljøparametre. Overordnet set kan man opdele de forskellige rangordningsmetoder i fem hovedkategorier, som er afhængige af, hvilke konkrete indikatorer der anvendes. De fem kategorier af rangordningsmetoder er: 1. Enkeltemner, f.eks. giftudledning, 2. Miljøansvar og overholdelse af lovgivning, 3. Miljøeffektivitet og ressourceforbrug, 4. Miljøetiske emner og 5. Miljø sikkerhed og risikohåndtering (EEA: 59).

To rangordningsmetoder, der falder ind under kategorien om miljøeffektivitet og ressourceforbrug, vil her blive præsenteret. Begge metoder er et udtryk for, hvordan miljøindikatorer kan bruges af finanssektoren i en investeringssituation.

Det norske forsikringselskab Storebrand startede i 1996 investeringsafdelingen "Storebrand Global WWF", der inddrager hensyn til både miljøeffektivitet og menneskerettigheder samt økonomiske hensyn i investeringsovervejelserne. Storebrand anvender et 'best in class' rangordningssystem, hvor kun de højest rangerende virksomheder på udvalgte indikatorer kan indføres i investeringsporteføljen. Rangordningssystemet for miljøeffektivitet inddrager indikatorer for global opvarmning, ozonnedbrydning, råstofeffektivitet, udledning af giftige stoffer, energiintensitet, vandforbrug, miljøansvar og miljøstyring i sin bedømmelse af virksomhederne (www.storebrand.com).

Den anden rangordningsmetode, der her skal nævnes, er Dow Jones Sustainability Index (DJSI). DJSI er ligeledes et 'best in class' indeks, der inkluderer de 10% af virksomhederne fra hver branche på det normale Dow Jones indeks, som scorer højest på en række indikatorer om sociale og miljømæssige forhold i virksomhederne. Disse virksomheder bliver herefter rangordnet på DJSI efter økonomisk formåen, som på det oprindelige Dow Jones indeks. Omkring 200 virksomheder er på listen (EEA: 61). Det er frivilligt for virksomhederne, om de ønsker optagelse på dette indeks. Ansøgning til optagelse på indekset foregår via et spørgeskema om virksomhedens forhold. 'Sam Research Inc.' står for bearbejdningen af de oplysninger, virksomhederne har givet i spørgeskemaet, og vurderer herefter, hvilke virksomheder der skal være med på indekset, og hvilke der ikke skal (<http://www.sustainability-indexes.com/assessment/pdf/Questionnaire.pdf>).

Kriterierne, som virksomhederne rangordnes efter for optagelse på Dow Jones indekset, kan opdeles i fem principper om 'bæredygtighed'. For det første rangordnes der efter et teknologiprincip, hvor brug af innovativ teknologi i virksomhederne til effektivitetsforbedring scorer højt. For det andet bedømmes der efter et styringsprincip, der bedømmer virksomheden i forhold til corporate governance, ledelseskultur og virksomhedskultur. For det tredje anvendes et aktionærprincip om forholdet til aktionærene, hvor der bliver lagt vægt på en langsigtet økonomisk strategi. Det fjerde princip betegnes som et industri/brancheprincip, hvor virksomhedens evne til at påvirke de øvrige virksomheder i branchen mod en bæredygtig produktion ved at være et forbillede vægtes højt. Det femte og sidste princip, virksomhederne rangordnes efter, er et samfundsprincip. Høj score i forhold til dette princip gives til virksomheder, der reagerer på sociale, demografiske og kulturelle ændringer med det formål at opnå varige og holdbare løsninger (EEA: 61).

Den systematiserede klassificering af virksomhederne ved hjælp af indikatorer for miljøpræstationer er blevet kritiseret for at have for brede målgrupper og for ikke at være tilstrækkelig specifik i forhold til det informationsbehov, de enkelte aktørgrupper har. Indikatorerne er rettet mod både de mange forskellige former for finansielle aktører, mod offentlige indkøbere, mod forbrugerne generelt osv. Dermed er indikatorerne blevet både for generelle og for omfattende og derfor mindre anvendelige for finanssektoren i deres konkrete fastsættelse af værdierne i virksomhederne. Det Europæiske Miljøagentur problematiserer indikatorernes generelle karakter: "This generality could be one of the causes for the low acceptance by the financial community, as the various dimensions of the systems do not seem relevant to specific audiences within the financial community" (EEA: 63).

Den danske finanssektor har tidligere opstillet retningslinjer for inddragelse af miljøhensyn i finansieringsprocessen og indsamling af relevante informationer om miljøforhold. I 1996-97 udarbejdede Finanssektorens Uddannelsescenter en *Miljøhåndbog*, der opstillede retningslinjer for inddragelse af en lang række helt konkrete og specifikke miljøhensyn. Retningslinjerne tog udgangspunkt i den gældende lovgivning. Samtidig udbød uddannelsescentret et kursus i benyttelsen af håndbogen. Der var begrænset interesse for kurset, og efter to kursusforløb måtte uddannelsescentret lukke kurset igen. Tilkendegivelserne fra brugerne af håndbogen var, at den lange checkliste med retningslinjer var for detaljeret og dermed ikke kunne bruges i det daglige praktiske vurderingsarbejde. Ydermere betød udviklingen i lovgivningen, at reglerne, som retningslinjerne var opstillet i forhold til, løbende blev ændret, hvilket meget hurtigt forældede Miljøhåndbogens retningslinjer (interview).

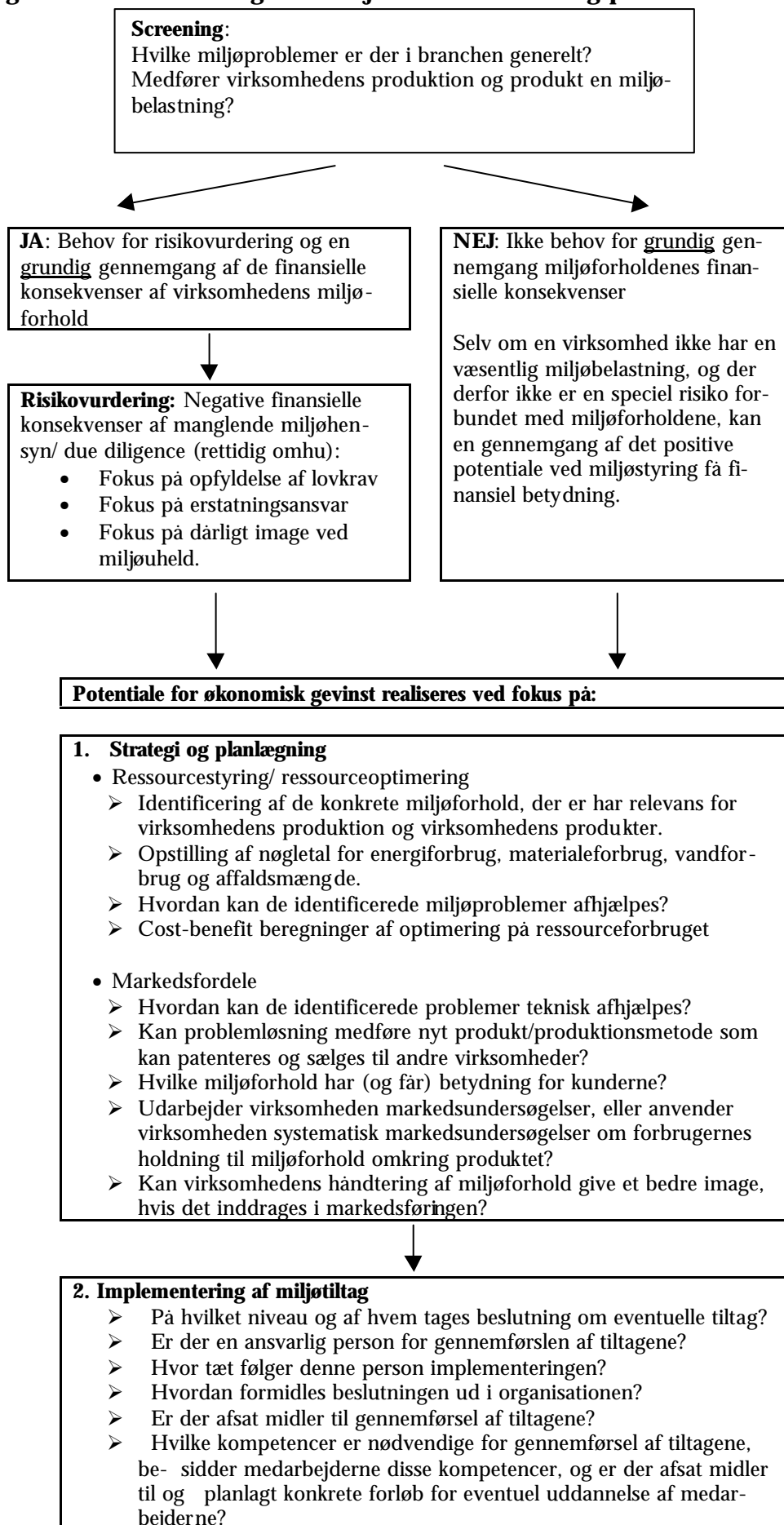
Denne undersøgelse har også vist, at finanssektoren ikke efterspørger specifikke og detaljerede retningslinjer. Vurderingen af store virksomheder i mere *miljøtunge brancher* bør nok bygge på et præcist redskab, men finanssektorens relationer til de mange mellemstore og mindre virksomheder præges af en dialogbaseret og mindre formaliseret vurderingsprocedure. Det er derfor nødvendigt, at en model for inddragelse af miljøfaktorer får en mere overordnet og fleksibel form, så modellen kan bruges af et bredere udsnit af virksomheder på tværs af virksomhedsstørrelse, branche og skiftende lovgivning.

Model for inddragelse af miljøfaktorer i finansiering

Nogle finansinstitutioner, ikke mindst de større, har egne retningslinjer, modeller og manualer for inddragelse af miljøhensyn i finansieringsanalyser. Den model, der skitseres her, har derfor primært som målgruppe de banker og investorer, der kun i begrænset omfang eller slet ikke anvender miljørelaterede retningslinjer i deres vurderingspraksis. Modellen angiver en overordnet metode for inddragelse af miljøfaktorer under hensyn til, at specifikke forhold vil være afhængige af brancher, geografi mm.

Det skal fremhæves, at en vurdering af miljøforhold i relation til nogle virksomheder kun vil have marginal betydning. For en del virksomheder gælder det, at virksomhedens produktion og produkt ikke har nogen miljøbelastning af betydning, og en meget grundig gennemgang af disse virksomheders miljøforhold vil derfor ikke være frugtbar. Mange servicevirksomheder og detailhandlende vil kun i begrænset omfang være direkte berørt af problemstillinger om miljø. I modellen indleder finansieringsinstitutionen derfor enhver sag med en screening af virksomhedens miljøforhold, hvor såvel negative som positive forhold kan have betydning. Herefter afgøres det, hvor grundigt miljøforholdene i virksomheden skal gennemgås.

Figur 1: Model for inddragelse af miljøforhold i finansieringsprocessen



➤ Hvilken tidsramme er der for gennemførslen af tiltagene?



3. Evaluering af tiltag

- Overvåges gennemførslen af tiltagene?
- Er der opstillet delmålsætninger og overholdes tidsrammer?
- Hvad er resultatet af opfølgende cost-benefit beregninger?
- Til hvem og hvordan formidles resultaterne af tiltagene?
- Er der indbyggede mekanismer, så beslutningstagerne i virksomheden følger op på resultatet af tiltagene?
- Har eventuelle miljøtiltag haft betydning for afsætning af produktet?

Modellen opstiller rammer for en bred inddragelse af miljøhensyn, hvilket gør den til et fleksibelt værktøj og et realistisk udgangspunkt for finanssektorens inddragelse af miljøhensyn i finansieringsanalyserne. Selv om modellen er fleksibel, fokuserer den alligevel på de specifikke aspekter af miljøhensyn, der har økonomisk betydning og dermed betydning for finanssektoren. Indikatorerne giver et signal om, hvordan miljøhensyn kan inddrages i virksomhedsstrategien og giver virksomhederne mulighed for selv at vælge, i hvor høj grad det giver mening for virksomheden at inddrage miljøhensyn.

Modellen er målrettet de finansieringsinstitutioner, der har behov for en retningsangivelse i forhold til at inddrage miljøfaktorer i deres vurderinger. Hvis finansinstitutionen konsekvent benytter modellen i deres vurderinger, forventes det, at virksomhederne også vil begynde at rapportere den type informationer. Hvis informationerne om miljøforhold fra virksomhederne kunne samles, løbende opdateres og gøres let tilgængelige for de finansielle aktører i en form for database, vil mange finansieringsvirksomheder kunne øge deres fokus på miljøfaktorer, og en selvforstærkende proces vil være i gang.

Bilag B: Udvalgt miljørelateret regulering på henholdsvis svinecasen og tekstilområdet

Regulering af Landbruget

Svineproduktionens miljøpåvirkning reguleres gennem miljø- og naturlovgivningen, men også igennem Landbrugsloven og Planlægningsloven. Her følger en omtale af de væsentligste reguleringsbestemmelser af svineproduktionen.

Landbrugsloven

Jf. lovbekendtgørelse nr. 769 af 24. august 1994 med seneste ændringer jf. lovbekendtgørelse nr. 598 af 15. juli 1999.

I medfør af Landbrugsloven fastsættes regler for krav til andelen af egen jord for ejendomme med husdyrhold. Dette *arealkrav* bestemmes af husdyrholdets størrelse og specificeres endvidere ud fra miljølovgivningens såkaldte harmoniregler, der fastsætter, hvor mange hektar en bedrift skal råde over til udbringning af husdyrgødning. Formålet er at sikre, at husdyrproduktionens omfang står i relation til det omkringliggende miljøes bæreevne. Bedriften kan dog delvist opfylde kravene om jordtilliggende gennem forpagtningsaftaler og aftaler med andre landmænd om at udbringe husdyrgødningen på deres marker. Arealkravet indebærer således, at en landmand for at kunne udvide sin husdyrproduktion som hovedregel vil være nødt til at købe ekstra jord. Landbrugslovgivningen fastsætter i øvrigt en grænse for husdyrhold på i alt 750 dyreenheder (DE), som dog kan overskrides¹².

Miljø- og naturlovgivning

Jf. bl.a. Miljøbeskyttelsesloven, jf. lovbekendtgørelse nr. 753 af 25. august 2001

Miljø- og naturlovgivningen indeholder regler om placeringen af husdyrhold i forhold til bymæssig bebyggelse, samt for stalde, møddinger endvidere for afstanden til vandløb, vandindvindingsanlæg mm. Desuden findes der regler for opbevaring og spredning af gødning samt krav om 1-årige skriftlige aftaler om afsætning af gødning til anden bedrift eller til fx. biogasanlæg.

Hvis husdyrholdet overskrider 250 DE kræves godkendelse efter kapitel 5 i miljøbeskyttelsesloven; kommunen giver godkendelsen og kan fastsætte vilkår.

¹² En dyreenhed er en standard, der angiver antallet af en given husdyrtype på grundlag af kvælstofindholdet i gødningen fra pågældende husdyr. For svin beregnes en dyreenhed således pr. 1 august 2002 som godt 4 søer med tilhørende smågrise.

For at kunne købe afgiftsfri gødning skal bedriften registreres ved Plantedirektoratet og får samtidig pligt til at udarbejde gødningsplaner og -regnskaber. Disse specificerer nøje næringsstofbehovet på den pågældende bedrift ved et planlagt afgrødefordeling og angiver forbruget af kvælstof fra husdyr- og kunstgødning.

Planlægningslovgivningen

jf. Lovbekendtgørelse nr. 763 af 11. september 2002 om Lov om planlægning

For de store svinebedrifter er især planlovens bestemmelser om VVM (Vurdering af Virkninger på Miljøet) af betydning. Pligten til at gennemføre VVM gælder anlæg til husdyrproduktion med en kapacitet større end 250 DE, der ønsker at udvide eller bygge nyt anlæg. Bedrifter, der ikke opfylder dette størrelseskriterium, omfattes ligeledes af VVM-reglerne, hvis anlægget forventes at kunne få væsentlig indvirkning på miljøet. Hvorvidt dette miljøkriterium er opfyldt, afgøres gennem en VVM-screening, hvori indgår projektets karakter, placering og miljøpåvirkninger (DLR Kredit: 123). En VVM-vurdering tager typisk op til et år, omfatter en nærmere undersøgelse af projektets potentielle indvirkninger på miljø og omgivelser og indeholder en offentlig høringsfase.

Regulering af tekstilproduktion

I nedenstående tabel redegøres for den væsentligste lovgivning på tekstilområdet

Regulering af tekstilproduktion

Navn på regulering	Nummer	Vedrører
Bek. om supplerende regler i medfør af lov om planlægning	nr. 428 af 02/06/1999, bilag 2, nr. 8	Anlæg til forbehandling (vask, blegning, mercerisering) eller farvning af fibre eller tekstilstoffer samt anlæg til garvning af huder og skind skal udarbejde VVM-vurdering, såfremt anlægget formodes at have miljømæssig betydning pga. art, dimensioner eller placering.
Bek. om miljømæssig vurdering af anlæg på søterritoriet	nr. 128 af 11/03/1999, bilag 2, nr. 8	Se ovenfor.
Bek. om godkendelse af listevirksomhed	nr. 646 af 29/06/2001, bilag 1, E6	Virksomheder der udfører vask, blegning, mercerisering eller farvning af fibre eller tekstilstoffer skal søge om listegodkendelse.
Bek. om visse listevirksomheders pligt til at udarbejde grønt regnskab	nr. 594 af 05/07/2002, bilag 1	Ovennævnte virksomheder skal også udarbejde et årligt grønt regnskab.
Bek. om forbud mod salg, import og fremstilling af cadmiumholdige produkter	nr. 1199 af 23/12/1992, bilag 1B	Vedrørende forbud mod cadmiering af tekstil og beklædning.
Bek. om mærkning af materialer	nr. 759 af 15/09/1995, bilag 1B	

Bek. om betegnelse og mærkning af tekstilvarer	nr. 516 af 03/07/1998	Gælder ikke varer, der stammer fra tredjeland og videreforarbejdes/forædles i Danmark.
Bek. om affald	nr. 619 af 27/06/2000	Visse typer affald fra tekstilindustrien betragtes som farlige, f.eks. affald der indeholder chrom, halogeneret affald, imprægneringsrester, farvestoffer & pigmenter.
Bek. om begrænsning af emissionen af flygtige organiske forbindelser fra anvendelse af organiske opløsningsmidler i visse aktiviteter og anlæg (VOC-bekendtgørelsen)	nr. 350 af 29/05/2002, bilag 1	