



Veileder

til impact-investeringer

perle.no Shutterstock

2024

NorNAB er en uavhengig medlemsbasert forening som jobber for vekst og utvikling av økosystemet for impact-investeringer i Norge.



Benjamin Davies ©

Innhold

1	Introduksjon	side 4
1.1	Hvordan navigere i veilederen	side 4
1.2	Formålet med veilederen	side 4
1.3	Hvordan NorNab har jobbet med veilederen	side 5
2	Hva er impact-investeringer	side 6
2.1	Definisjon	side 6
2.2	Hovedkarakteristika	side 7
2.3	Impact-investeringer på tvers av aktivaklasser	side 9
2.4	Forventning til finansiell avkastning	side 10
2.5	Hvordan impact-investeringer skiller seg fra “ESG-investeringer”	side 12
3	Hvordan komme i gang med impact-investeringer	side 15
3.1	Strategisk fundament: Hvordan etablere en impact-strategi	side 15
3.2	Operasjonalisering: Hvordan implementere strategien i praksis	side 17
3.3	Måling	side 18
3.4	Utdypning av eksterne utvalgte ressurser	side 21
3.5	Kapitaleiere og indirekte investorer	side 23
4	Impact og bærekraftsrelaterte reguleringer	side 24
5	Nøkkelressurser	side 27

1

Introduksjon

1.1 Hvordan navigere i veilederen

Veilederen inneholder fem kapitler. Første kapittel introduserer formål og målgruppe for veilederen, og hvordan den er utarbeidet. Andre kapittel søker å definere impact-investeringer og rydde opp i vanlige begreper og myter. Forventning til avkastning, og hvordan impact-investeringer skiller seg fra "ESG-investeringer" er to hovedtemaer kapittelet dekker.

Kapittel tre fokuserer på hvordan man går frem dersom man vil starte med impact-investeringer, med mål om å være praktisk anvendelig. Kapittelet er innrettet for å gi oversikt over fundamentale elementer i en impact-strategi, og hvordan man går fra strategi til operasjonalisering. Måling er et tema som opptar mange, og derfor er dette behandlet som et separat tema. Kapittelet introduserer også en del eksterne ressurser som kan være nyttige for impact-investorer.

Reguleringer sett i sammenheng med impact-investeringer er behandlet i fjerde kapittel. Veilederen avrundes med femte kapittel som omtaler verdifulle ressurser man kan lene seg på i utvikling av en impact-strategi og -praksis.

1.2 Formålet med veilederen

Denne veilederen til impact-investeringer er utgitt av NorNAB - Norsk Forening for Impact-Investeringer. Foreningen har som formål å bidra til økt kapitalflyt til impact-investeringer, og et av delmålene til foreningen er å øke forståelsen av, og kjennskapen til, slike investeringer.

NorNAB gjennomførte høsten 2023 en kartlegging av det norske markedet for impact-investeringer som viser at det er behov for bedre og mer tilgjengelig informasjon om god praksis innen feltet. Videre har NorNAB gjennom samtaler med nåværende og potensielle medlemmer i foreningen avdekket behovet for en veileder som setter ulike typer investorer i stand til å bedre forstå impact-investeringer og hvordan man kan komme i gang.

I utarbeidelsen av veilederen er det lagt til grunn at dokumentet skal være relevant og anvendelig for et bredt spekter av investorer på tvers av aktivaklasser og investeringsstadier, med særlig fokus på investorer som vurderer å starte med impact-investeringer.

Det er også tatt høyde for at veilederen henvender seg både til kapitaleiere og -forvaltere. Veilederen har ikke som mål å være uttømmende, men skal sammenfatte den mest sentrale informasjonen og grunnleggende elementene i impact-investeringer, samt vise til relevante eksterne kilder og ressurser. Det er lagt vekt på å forenkle innholdet; dette betyr at den erfarne impact-investor kan oppleve at enkelte nyanser ikke fremkommer.

Hensikten med veilederen er å informere, oppklare og ta livet av myter, og ikke minst inspirere nye aktører til å legge ut på impact-reisen. Det er nemlig ikke så komplisert som man skulle tro, og vi håper veilederen lykkes med å formidle dette!

1.3 Hvordan NorNAB har jobbet med veilederen

Arbeidet med veilederen har blitt ledet av en redaksjon sammensatt av NorNAB styrerepresentantene Signe Sørensen fra Norfund, Marte Løfman fra Ferd og Maria de Perlinghi fra Norselab. Redaksjonen har sammenfattet og fremstilt innhold og kildehenvisninger. I tillegg har øvrige styremedlemmer og daglig leder i NorNAB vært med på å gi innspill og tilbakemeldinger på innholdet i veilederen.

Veilederen er støttet av og utviklet i samarbeid med Norsk forum for ansvarlige og bærekraftige investeringer (Norsif). Redaksjonen har jobbet systematisk med å få innspill og forankre veivalg og innhold med en bredere prosjektgruppe sammensatt av ulike aktører i økosystemet, deriblant Norsif-medlemmer. Denne gruppen bestod av representanter fra Investinor, Pensjonskassen for helseforetakene i hovedstadsregionen, Hitec Vision, Obligo, SustainAX, Rambøll og Deloitte.

Veilederen ble utarbeidet mellom august 2023 og mars 2024. Perle graphic design har stått for den grafiske utformingen av veilederen.

Denne veilederen er støttet av og utviklet i samarbeid med Norsif, og er støttet av Finansmarkedsfondet.



norsif.org

FINANSMARKEDSFONDET

finansmarkedsfondet.no



2

Hva er impact-investeringer

2.1 Definisjon

Impact-investeringer er investeringer som gjøres med intensjon om å skape positive, målbare sosiale og miljømessige resultater, i tillegg til finansiell avkastning.

- GIIN

Denne definisjonen er nedfelt av [Global Impact Investing Network \(GIIN\)](#) og har bred internasjonal aksept. Impact-markedet favner bredt. Det finnes muligheter på tvers av geografi, sektorer, bærekrafts-utfordringer og aktivaklasser, med ulike forventninger til risiko og avkastning.¹

Stort behov for impact-investeringer

Det er bred enighet om at impact-investeringer en del av løsningen for å sikre tilstrekkelig kapital til å løse sentrale bærekraftsutfordringer. Det finnes mange og sprikende estimater på hvor store finansieringsbehovene er. Et eksempel er [FNs estimat](#) av et årlig finansieringsbehov på USD 4000 milliarder for å nå bærekraftsmålene i utviklingsland.

Det norske impact-markedet

Markedet for impact-investeringer vokser raskt, og ble i 2022 estimert av GIIN til [USD 1164](#) milliarder. En [undersøkelse gjennomført av NorNAB i 2023](#) viser at det norske markedet for impact-investeringer er på minst USD 10 milliarder, og har gode vekstutsikter.

“Impact investments” på norsk

Det finnes per i dag ikke en god norsk oversettelse av begrepet “impact investment”. Noen bruker begrepet “effektinvestering”, uten at dette har fått bred aksept i markedet. Blant stiftelser finner man noen som bruker “formålstjenlige investeringer”. Dette begrepet klinger ikke like godt utenfor stiftelsesverdenen, da andre typer investorer sjelden har en tydelig formålsparagraf.

Forsøket på å oversette “impact investment” kompliseres av at man på engelsk skiller mellom følgende begrep: “output”, “outcome” og “impact”. “Output” vil av noen oversettes til resultat eller produkt/tjeneste, “outcome” til virkning eller endring, og “impact” til effekt. Her er det heller ikke konsensus rundt oversettelse, og denne veilederen vil derfor bruke de etablerte begrepene på engelsk for å unngå videre forvirring. Forskjellen på disse begrepene utdypes i egen seksjon om endringsteori i kapittel 3.4.

I denne veilederen har vi valgt å ta utgangspunkt i det engelske begrepet og fornorske det gjennom bruk av bindestrek mellom ordene “impact” og “investering”: impact-investering.

¹ Legg merke til at filantropi ikke betraktes som “impact-investeringer” etter denne definisjonen, som legger til grunn at man skal oppnå finansiell avkastning i tillegg til impact.

2.2 Hovedkarakteristika

GIIN har definert fire [hovedkarakteristika](#) for impact-investeringer; disse karakteristikkene beskriver det som skiller impact-investeringer fra øvrige investeringer, og er med på å bidra til at investeringene har høy sannsynlighet for å levere de forventede positive effektene.

Intensjonalitet

Impact-investorer søker å skape en tilsiktet positiv effekt. De positive effektene som skapes skal altså ikke være en tilfeldig bieffekt av investeringene, men et mål man bevisst søker å oppnå gjennom investeringer. Investeringene er altså instrumentet for å nå de sosiale og/eller miljømessige målene man har satt seg.

Bruk av kunnskap og data

Impact-investorer skal bruke det best tilgjengelige kunnskapsgrunnlaget i form av data og bevis for å forstå og øke de positive effektene av investeringene. Både kvalitative og kvantitative metoder kan brukes for å vurdere og måle impact.

Impact-styring

Investeringer skal følges opp i tråd med den spesifikke intensjonen bak investeringsbeslutningene. For å øke sannsynligheten for at sosiale og miljømessige resultater oppnås, bør virksomheten ha systemer for måling og kommunikasjon av effektene man oppnår gjennom investeringene.

Bidra til vekst av impact-industrien

Impact-investorer skal bidra til at flere investorer kan gjøre effektive impact-investeringer. For å bidra til modning og vekst i impact-markedet, oppfordres virksomhetene til å være åpne om egne investeringer og erfaringer, samt bruke om forente begreper, praksiser og indikatorer.



Tilleggs karakteristikk: Investorbidrag

En rekke aktører i impact-markedet mener også at “investorbidrag” (“investor contribution”) er en femte karakteristikk for impact-investeringer.

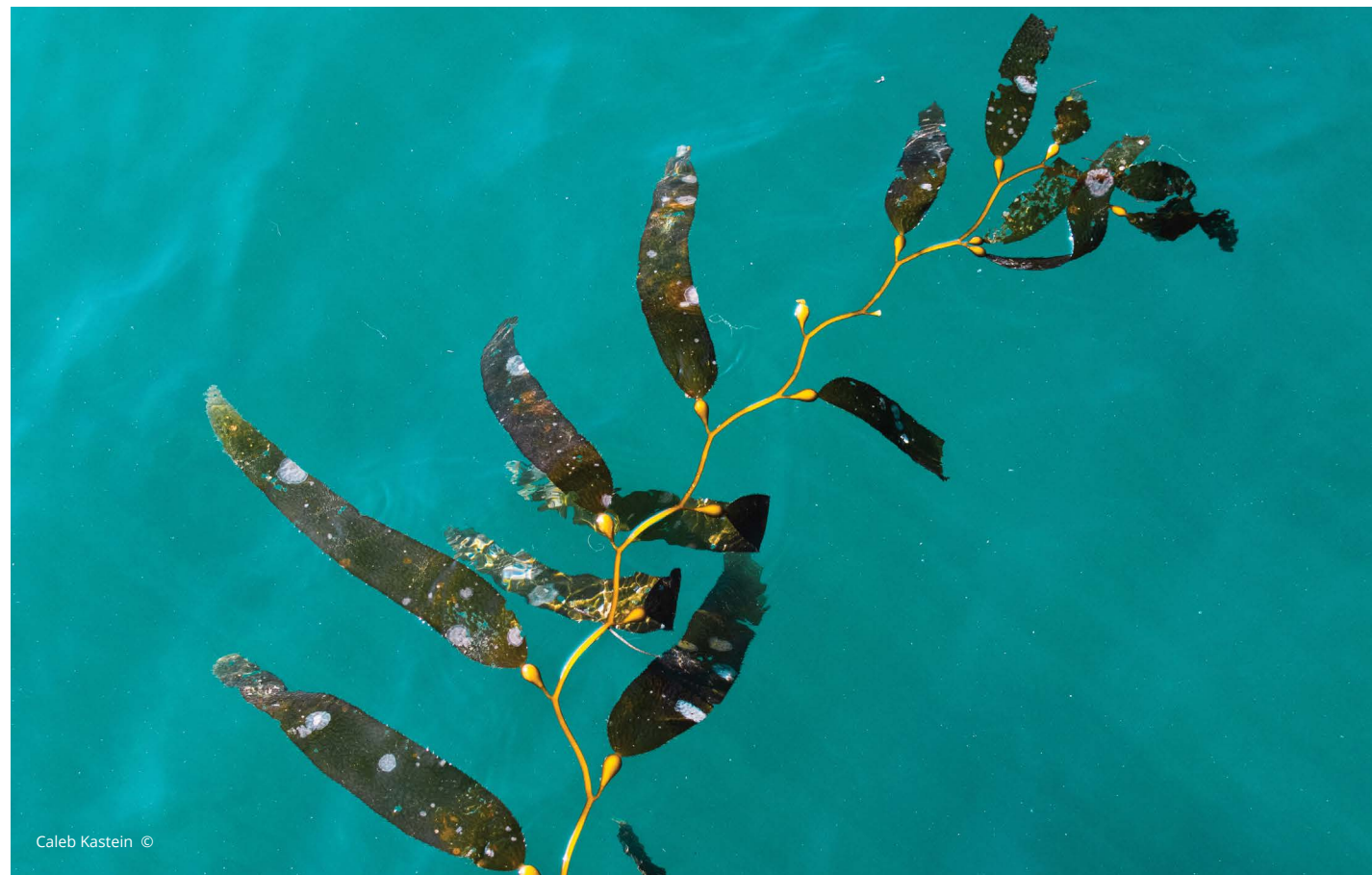
“Investorbidrag” handler om hvorvidt man gjennom en investering bidrar til en endring som ellers ikke ville oppstått. Det er ikke en entydig definisjon av “investorbidrag”, og begrepene “investorbidrag” og “addisjonalitet” brukes ofte om hverandre.

Investorbidraget kan både være finansielt og ikke-finansielt (verdiskapende). Dette kan illustreres med et eksempel:

“En investor gir et lån til et selskap innen solenergiløsninger som ikke kan få et tilsvarende lån hos en tradisjonell bank på grunn av høy risiko. Investoren tilfører samtidig kompetanse på hvordan selskapet kan vokse i nye markeder. Gjennom økt kapitaltilgang via lånet og styrket kompetanse lykkes selskapet med å øke sin produksjon og utvide til flere markeder, og dermed også øke sine positive effekter (“impact”).

Det er utfordrende å direkte måle eller objektivt dokumentere investorbidrag. Dette krever et scenario som beskriver hva som ville skjedd om man ikke hadde investert. Det finnes heller ingen felles standarder for å måle eller på annen måte bevise investorbidrag. Investorer har ulike tilnærminger til å sannsynliggjøre deres bidrag, men blant andre Impact Frontiers har jobbet for en **standardisert tilnærming**.

Investorbidrag skal ikke forveksles med det samlede bidrag til sosiale og/eller miljømessige resultater fra selskapet som det investeres i. Selskapet det investeres i kan godt ha en positiv effekt uten at man som investor har bidratt til å gjøre en forskjell. Mulighetene for å ha investorbidrag varierer ut i fra aktivaklasse og type strategi. For eksempel vil det være lettere å ha investorbidrag når man investerer i en startup og har en betydelig eierandel, enn når man tar små posisjoner i store børsnoterte selskaper.



Caleb Kastein ©

2.3 Impact-investeringer på tvers av aktivaklasser

En vanlig myte er at impact-investeringer er en egen aktivaklasse. Dette er ikke tilfelle - det er mulig å bygge impact-investeringsstrategier på tvers av aktivaklasser.

Noen aktivaklasser blir imidlertid oppfattet som bedre egnet til impact-investeringer enn andre. Historisk har hovedvekten av investeringsmuligheter ligget i private equity og private debt, med andre ord: egenkapitalinvesteringer i, og lån til, private selskaper. Typisk har investorer investert i selskaper som leverer produkter/tjenester som løser miljø- eller samfunnsutfordringer. De siste årene har vi også sett en økning i investorer som utøver aktivt eierskap for å søke å flytte selskaper i en positiv retning for miljø og/eller samfunn.

I obligasjonsmarkedet finnes det også gode muligheter for å gjøre impact-investeringer. De siste ti årene har vi sett en betydelig vekst av grønne obligasjoner, sosiale obligasjoner, og bærekraftskoblede obligasjoner, utstedt av både selskaper og offentlige aktører. Denne typen instrumenter markedsføres ofte som impact-investeringer, og selv om de ofte er velegnede instrumenter for impact-investeringer, er det ingen automatikk i det. I alle aktivaklasser og instrumenter bør det ligge grundige vurderinger til grunn før man kaller noe en impact-investering.

Det har også vært betydelig vekst av aksjefond som markedsføres som impact-fond de siste årene. Allokering til disse utgjør en stadig større del av den totale allokeringen til impact-investeringer globalt. Investeringer i børsnoterte aksjer har typisk noen tydelige forskjeller fra investeringer i private selskaper, som gjør at det er mer utfordrende å bygge en troverdig impact-strategi:

- Selskapene er typisk mye større og har mer diversifiserte forretningsmodeller. Dette kan gjøre det krevende å vurdere hvorvidt de totalt sett har et positivt bidrag til å skape sosiale og miljømessige resultater.
- Eierposisjonene i børsnoterte selskaper er typisk mye mindre enn i private selskaper. Dette gjør det mer utfordrende for investorer å påvirke selskapene.
- Aksjefond vil typisk være bredt diversifiserte, som kan gjøre det vanskelig å sette og oppnå tydelige impact-målsetninger (les mer om fondsinvesteringer i kapittel 3.5).
- Tilgangen til informasjon om faktisk oppnådde sosiale og miljømessige resultater er begrenset, selv om tilgangen til bærekraftsrelatert informasjon generelt kan være bedre enn i private markeder.

Samtidig som det er krevende å utarbeide en troverdig impact-strategi innen børsnoterte aksjer, så er det på ingen måte umulig. GIIN har nylig utgitt en veileder for impact-investeringer innen børsnoterte aksjer, utarbeidet i samarbeid med et bredt spekter kapitaleiere og -forvaltere. Veilederen vil forhåpentligvis være en nyttig rettesnor for industrien fremover.

Det finnes også gode eksempler på impact-investeringer innen alternative aktivaklasser som infrastruktur og eiendom. Innen infrastruktur er prosjektfinansiering til utvikling av sol- og vindparker, eller utbedringer av strømnettet, eksempler på vanlige impact investeringer. Innen eiendom kan utvikling av boliger for marginaliserte grupper nevnes som eksempel.

Nyttig ekstern ressurs: [GIIN sin veileder til impact investeringer innen børsnoterte aksjer.](#)

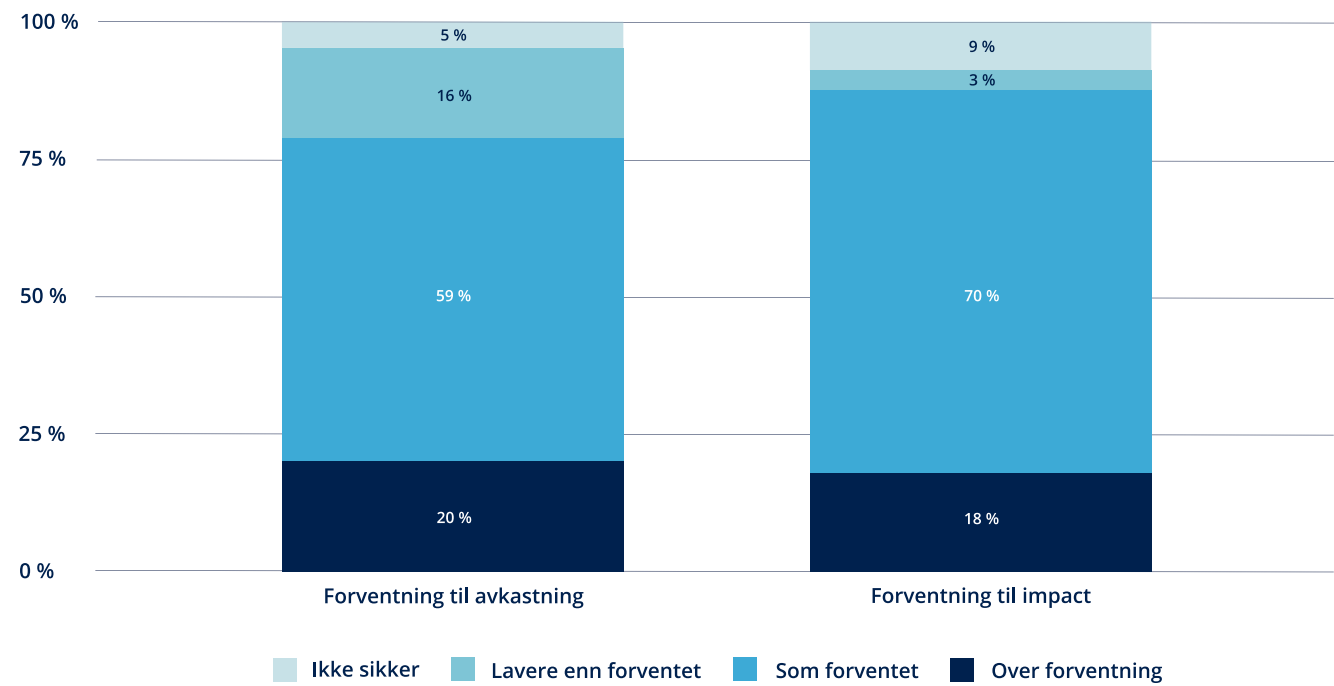
2.4 Forventning til finansiell avkastning

Det finnes begrenset dokumentasjon på historisk avkastning for impact-investeringer, og tilgjengelige tall varierer i stor grad på tvers av aktivaklasser. [GIINs undersøkelse “Impact Investing Allocations, Activity & Performance”](#) fra 2023 gir imidlertid god oversikt over avkastningsforventninger og opplevd avkastningsoppnåelse blant impact-investorer globalt. Undersøkelsen er basert på 305 respondenter, som samlet har USD 371 milliarder under forvaltning.



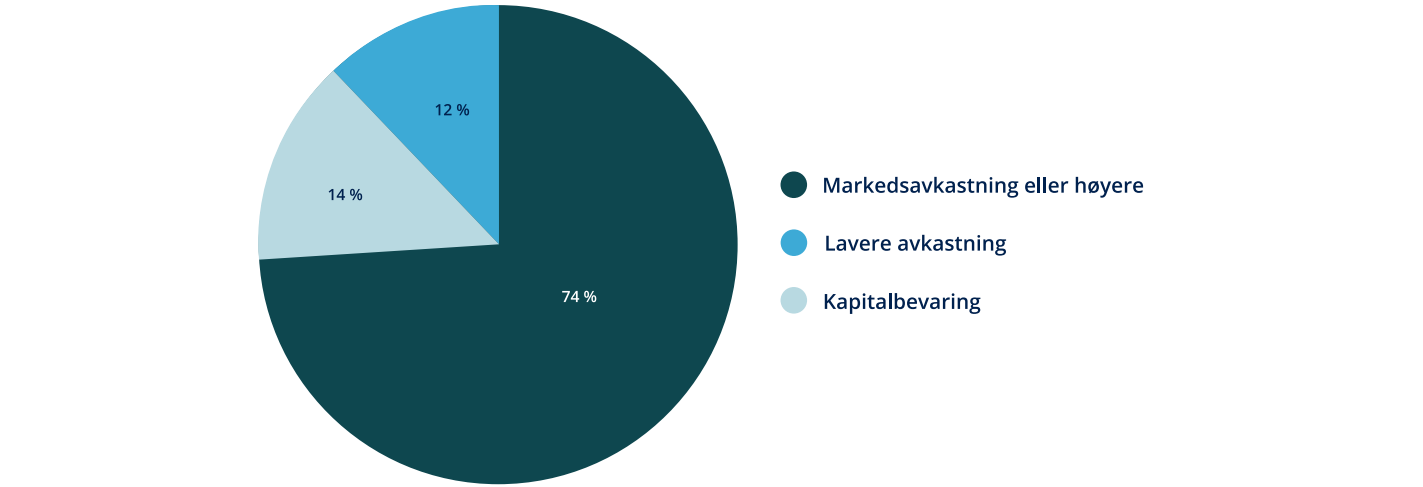
Det store flertallet i undersøkelsen indikerer at avkastningen er i tråd med- eller overstiger forventningene, både finansielt og impact-messig.

Impact-investorer oppnår forventet avkastning og impact (GIIN 2023)



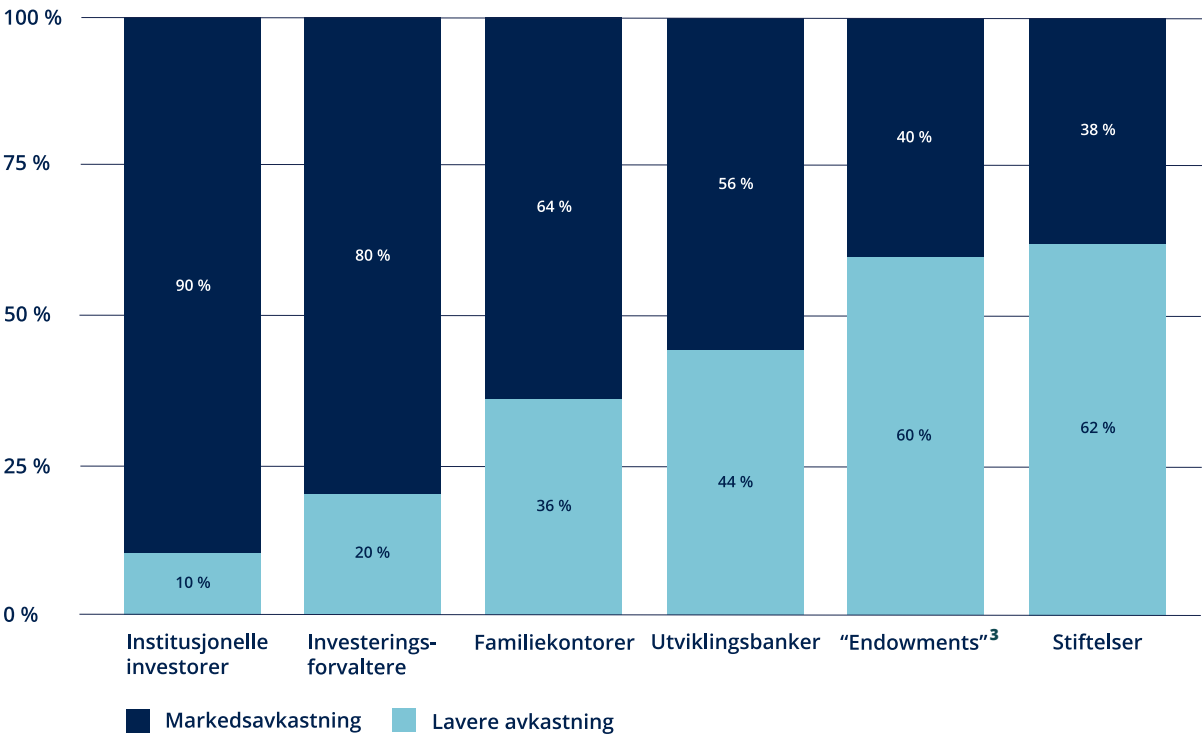
Som bakteppe er det viktig å presisere at impact-investorer har ulike avkastningsforventninger. Undersøkelsen viser at det store flertallet søker markedsavkastning² eller høyere, men at en fjerdedel av investorene aksepterer lavere avkastning for å oppnå sine strategiske impact-mål.

Majoriteten av impact-investorer søker markedsavkastning (GIIN 2023)



Bildet blir også tydeligere når undersøkelsen viser avkastningsforventninger for ulike typer investorer. Hele 90 % av institusjonelle investorer søker markedsavkastning. Dette er også tilfellet for 80 % av forvalterne i undersøkelsen. I andre enden av skalaen finner vi stiftelser, hvor 62 % har lavere avkastningsforventninger.

Ulike investortyper har ulike avkastningsforventninger (GIIN 2023)



² 2023 Annual Impact Investor Survey | The GIIN

³ På engelsk brukes “foundations”, stiftelser, og “endowments” ofte om hverandre. Den grunnleggende forskjellen er at stiftelser er ideelle virksomheter som støtter andre organisasjoner, mens “Endowments” er investeringsfond som er satt opp for å støtte en ideell organisasjon eller spesifikk sak. Vi har ikke et dekkende norsk ord for “Endowments”.

2.5 Hvordan impact-investeringer skiller seg fra “ESG-investeringer”

Det finnes et bredt spekter av begreper som knyttes til investeringsstrategier som på ulike måter tar bærekraft i betraktning. Eksempler på slike begreper er “ansvarlige investeringer”, “bærekraftige investeringer”, “grønne investeringer”, “ESG-investeringer”, og impact-investeringer.

En utfordring for investorer er at flere av disse begrepene brukes om hverandre, og det generelt i bransjen har manglet stramme, omforente definisjoner. Et eksempel er bruk av “ESG-investeringer” som synonym for impact-investeringer. Sammenblandingen skyldes i noen tilfeller manglende kompetanse, men er også et resultat av “impact-washing”.

Denne veilederen har ikke som mål å definere alle begrepene, men vil søke å skape klarhet i hva som skiller impact-investeringer fra “ESG-investeringer”. Vi velger å fokusere på “ESG-investeringer” da dette begrepet er svært utbredt i bransjen.

Målsetting/motivasjon og perspektiv: Innside-ut og utside-inn

Impact-investeringer har et tydelig **mål om å skape en positiv endring** for mennesker og/eller miljø, i tillegg til finansiell avkastning (GIIN). Impact-analyser har et **“innside-ut” perspektiv**. Et av de sentrale spørsmålene i en impact-analyse er: **Hvordan påvirker investeringen verden?**

Det finnes ikke en omforent definisjon av “ESG-investeringer” globalt, men generelt beskriver begrepet investeringer som hensyntar faktorer relatert til miljø, sosiale forhold og virksomhetsstyring. For flertallet av ESG-investorer er utgangspunktet: Hvordan påvirker bærekraftsrelaterte forhold en investering finansielt? ESG-analysen har derfor et “utside-inn” perspektiv i bunn, og brukes som et verktøy for å optimalisere risikojustert avkastning.

I analysen av hvilke ESG-faktorer som kan påvirke en investering finansielt vil en investor typisk også inkludere vurderinger av hvordan en investering påvirker verden, men for de fleste er det **ikke et mål i seg selv å skape en positiv endring** for mennesker og/eller miljø.

Produkter og tjenester kontra drift

En annen forskjell i hva som typisk vektlegges i impact-investeringer og ESG-investeringer er selskapets produkter/ tjenester versus hvordan selskapet driftes. Mange impact-investorer velger å hovedsakelig vektlegge **hva en bedrift tjener penger på** i sine vurderinger, og gjerne i et verdikjedeperspektiv. Tradisjonelt fokuserer ESG-analyser i større grad på **hvordan en bedrift driftes**. Et eksempel på dette er ESG-rater, som historisk har vært industrispesifikke. Det vil si at selskaper innen samme industri sammenlignes, og at for eksempel et olje- og gass-selskap kan oppnå en topp rating (AAA) fordi de er best innen sin bransje til å håndtere ESG-risiko og muligheter.

Selv om motivasjonen for de fleste ESG-investorer er finansiell kan ESG-faktorer også brukes som grunnlag for å investere i tråd med egne verdier, eller å søke å påvirke selskapet til forbedret drift, som f.eks. forbedringer i selskapsstyringen, arbeidsforhold for ansatte, eller økt kvinneandel i ledelsen. Noen impact-investorer vil også kvalifisere slike operasjonelle effekter som “impact”. Her er et viktig spørsmål om effektene er signifikante nok til å kvalifisere som impact - dvs. til å kunne skape målbare, positive effekter - særlig dersom selskapets produkter eller tjenester åpenbart skaper betydelige negative effekter.

Måling og transparens

Impact-investeringer og ESG-investeringer har typisk forskjellige **krav til måling og transparens**. Impact-investorer vil strekke seg langt for å forstå effekten av en investering på mennesker og miljø, gjennom måling av “outcome” og “im-pact” (se forklaring i kapittel 3.3 og 3.4). I praksis kan dette for eksempel innebære å måle om selskapets målgruppe har opplevd en faktisk endring, heller enn bare å telle aktiviteter selskapet har gjennomført. ESG-investorer bruker en rekke målingspunkter for å forstå hvordan ESG-faktorer påvirker en investering finansielt, men vil ikke typisk søke å måle eller rapportere eksternt på positive sosiale/miljømessige effekter.

Oppsummert kan følgende knagger være nyttige for å skille mellom impact-investeringer og ESG-investeringer:

	ESG-investeringer ▼	Impact-investeringer ▼
Motivasjon/målsetting	Optimalisere risikojustert avkastning, og eventuelt forbedre selskapets drift på en måte som hensyntar mennesker/miljø	Skape målbar positiv sosial eller miljømessig endring
Perspektiv	Utside-inn	Innside-ut
Fokus	Drift/operasjon	Produkt/tjeneste
Krav til måling og transparens	Aktivitet/policy	Outcome/impact for mennesker/miljø

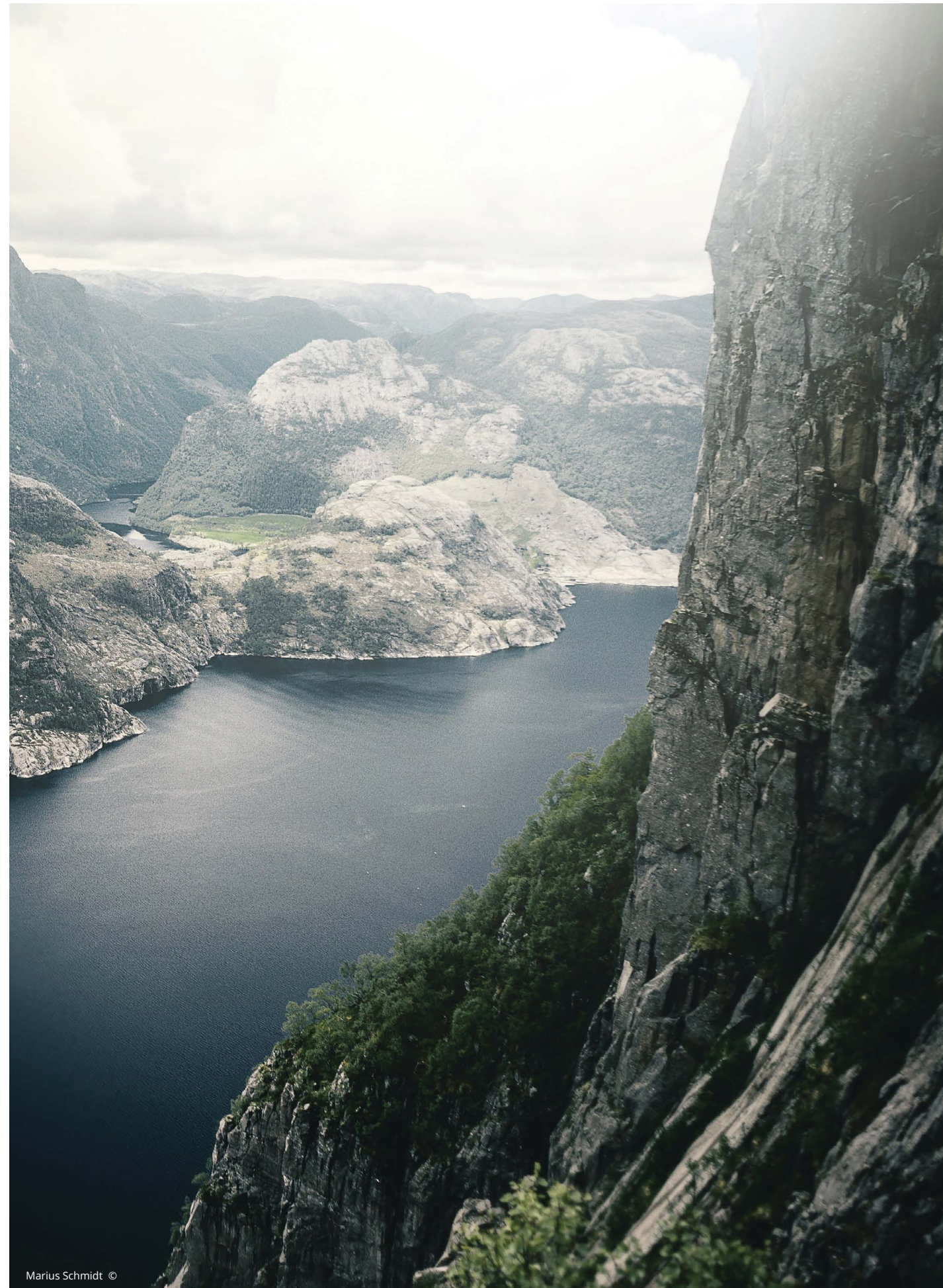
Avsluttende kommentarer

God praksis innen impact-investeringer inkluderer både en grundig impact-analyse, og en ESG-analyse. Analysene har to ulike hensikter:

- Impact-analysen avdekker hvordan investeringen påvirker verden
- ESG-analysen avdekker i hovedsak hvordan bærekraftsfaktorer kan påvirke en investering finansielt

Mange investorer gjør svært godt ESG-arbeid. Norske aktører blir ofte betraktet som ledende på dette feltet, med bakgrunn i de høye standardene vi har blant annet for styresett og sosiale forhold, og tradisjonen for påvirkning. I et større perspektiv er det imidlertid nyttig å være bevisst på at ESG-investeringer i utstrakt grad har blitt presentert til publikum som “grønne” eller “bærekraftige”. Dette har trolig bidratt til å skape forventninger om at ESG-investeringer skal “redde verden”, til tross for at innfallsvinkelen til bærekraft i hovedsak er finansiell.

Nye reguleringer på bærekraftsfeltet vil fremover begrense muligheten for å overdrive investeringenes bidrag til bærekraft, og kan på sikt bidra til å fjerne misoppfattelser om hvilke bærekraftsrelaterte strategier som søker å optimalisere avkastning, og hvilke som søker å skape positive resultater for folk og miljø (impact-investeringer). Se eget kapittel om reguleringer på side 24.



3 Hvordan komme i gang med impact-investeringer

Dette kapittelet gir veiledning til hvordan komme i gang med impact-investeringer fra et kapitalforvalter- og kapitaleier-perspektiv. Oversikten er til dels overlappende, og ikke uttømmende, men har til hensikt å gi en elementær oversikt over hva som trengs for å komme i gang med impact-investeringer, fra å sette seg mål, lage strategi og integrere impact i investeringsprosessen. De siste delkapitlene vil gi en innføring i rammeverk som kan brukes for å måle og styre impact i investeringene.

3.1 Strategisk fundament⁴

Problembeskrivelse

- Hvilke sosiale og/eller miljømessige problemer ønsker man overordnet å løse gjennom investeringer?
- Hva legger man i begrepet impact, og hvilke prinsipielle vurderinger skal ligge til grunn i vurderingen av impact?
- Hvilke eksterne rammeverk og standarder knytter man seg til?

Endringsteori ("Theory of Change")

- Utvikle en endringsteori ([se forklaring](#)) og investeringsstrategi som samsvarer med denne.
- Hvis man har et bredt impact-fokus som dekker flere tematiske områder, bør man vurdere om man skal ha en endringsteori for hver tematikk (f.eks. miljø vs. sosial)
- Sørge for at endringsteorien(e) er forankret i forskning ("evidens").

Risiko- og avkastningsprofil

- Hvilke forventninger har man til risiko og avkastning? Vil man bevare kapital, søke markedsavkastning, eller noe midt i mellom?

Formalisering av roller og ansvar

- Hvem har ansvar for metode for impact-vurderinger, utføring av vurderinger, beslutninger relatert til impact, og styring og oppfølging av impact?
- Hvordan sikrer vi riktig kompetanse og engasjement internt for å følge opp strategien?

Annet

- Skal investorbidrag være et krav i strategien?
- Skal kompensasjon av ansatte knyttes til impact-oppnåelse?

⁴ Elementene er spesifikt relatert til impact og bør ses i sammenheng med god praksis for utarbeidelse av investeringsstrategi for øvrig.

Elementene dokumenteres gjerne i et strategidokument og/eller i retningslinjer (“policy”). Generelt er det god praksis å dele hovedlinjene i strategien eksternt, da dette bidrar til transparens i markedet. For forvaltere og andre finansmarkeds-deltakere er dette i all hovedsak lovpålagt.

Nyttige eksterne ressurser ved utarbeidelse av impact-strategi:

- [FN's Bærekraftsmål](#)
- [Impact Investing Institutes ressursside for aktivaklasser og produkter](#)
- [Impact Frontiers' impact-normer](#)
- [Operating Principles for Impact Investing](#)

Samtlige ressurser er omtalt i egne faktabokser i kapittel 3.5, og spesielt de to nederste er også nyttige ved operasjonalisering av impact-investeringer.



3.2 Operasjonalisering: Hvordan implementere strategien i praksis?

Integrasjon av impact i investeringsprosess og eierskapsperiode er sentralt i operasjonaliseringen av en impact-strategi. Det finnes en rekke varianter av investeringsprosesser, men en forenklet prosess inkluderer gjerne analyse (pre-investment), utvelgelse (investeringsbeslutning) og styring (post-investment og salg) av ulike finansielle instrumenter eller foretak. Under skisserer vi noen nøkkelspørsmål for arbeidet med integrasjon av impact.

Impact i investeringsprosessen og eierskapsperioden⁵



Pre-investering

- Hvordan skal impact hensyntas i valg av investeringsunivers?
- Hvilke impact-vurderinger skal gjøres på veien mot en investeringsbeslutning?

Investeringsbeslutning

- Hvilke impact-krav skal etterleves for å fatte en investeringsbeslutning?
- Hvilke impact-beslutninger og KPI'er skal gjelde for hver enkelt investering?
- Der det er relevant, hvordan skal impact-krav inngå i investeringsavtaler (f.eks. impact-KPI'er, krav til impact-måling og rapportering, informasjonsrett)?

Eierskapsperiode

- Hvordan skal impact-målsetninger og progresjon følges opp gjennom investeringsperioden? (Se også eget avsnitt om “måling”).

Salg

- Om det er relevant for produktet: Skal salgsvurderinger hensynta ivaretagelse av impact, og i så fall hvilke vurderinger skal gjøres?

Generelt: Rammeverk og ressurser

- Hvilke rammeverk/maler trengs for å sikre at impact-hensyn integreres i investeringssyklusen på en systematisk måte. For eksempel dokumentasjon av metode og maler for impact-vurderinger i forbindelse med investeringsbeslutninger?
- Hvilke ressurser, interne eller eksterne, trengs for å gjennomføre vurderinger, oppfølging, måling og rapportering?

Nyttige eksterne ressurser: [Impact Frontiers normer for impact](#) / [Operating Principles for Impact Investing](#)

⁵ Elementene er spesifikt relatert til impact og bør ses i sammenheng med god praksis for investeringsvirksomhet for øvrig. Dette inkluderer vurderinger av finansiell ESG-risiko.

3.3 Måling

Måling gjennomsyrrer enhver god praksis av impact-investeringer. Oppsummert er hovedformålet med impact-måling å understøtte en impact-investors investeringsstrategi og prosess. Strategi og endringsteori, investeringssyklus og rapporteringskrav styrer hva som måles, metode for måling, og tidspunkt for måling. Det kan være krevende å finne gode indikatorer og å få tilgang til dataen du trenger. Impact-måling er ikke per i dag en eksakt vitenskap, men er et felt i rask utvikling med hensyn til datatilgang, datakvalitet og standardisering. For å skape et godt fundament for å møte denne utviklingen bør man ta stilling til noen sentrale elementer.

Hva skal måles

Tilsiktet impact definerer hvilke indikatorer som brukes for å måle impact. Det er god praksis å bruke anerkjente indikatorer som f.eks. IRIS+ for å identifisere relevante indikatorer. Indikatorer kan både være kvalitative og kvantitative og man bør unngå å prøve å måle “alt”. Er det vanskelig å finne indikatorer for impact man søker å skape i ytterste konsekvens, kan proxy-indikatorer være nyttige. Dette er indirekte indikatorer som som er knyttet til aktivitet eller output, men kan gi indikasjoner på den impact man søker å oppnå.

Fremfor å søke å måle “alt” er det god praksis å velge indikatorer som viser de mest sentrale effektene investeringen kan skape.

Dersom man forvalter fond, eller ønsker aggregert måling på tvers av en portefølje, kan det velges én eller flere indikatorer som måler progresjon mot endringsteori. Dersom strategien omfatter flere tematikker, kan det være hensiktsmessig å velge en hovedindikator for hvert impact-tema.

Tidspunkt for måling

Måling kan utføres før investeringen gjennomføres (ex-ante) slik at det kan hensyntas i investeringsbeslutningen og man har et startpunkt for måling gjennom eierskapsperioden. Etter investeringen er gjort (ex-post), måler man typisk regelmessig for å følge utviklingen og vurdere om impact-progresjon er i tråd med forventninger. Mange måler også ved salg av investeringen for å dokumentere oppnådd impact, og strategiens effektivitet i å oppnå tilsiktet impact.

God praksis tilsier minst en årlig måling. Dette vil variere betydelig ut ifra type strategi og aktivaklasse.

Datakilde og målemetode

Data kan hentes direkte fra porteføljeselskaper, eller i noen tilfeller fra dataleverandører. Mange investorer velger en kombinasjon.

Det er viktig å vurdere datakvalitet, tilgjengelighet og rapporteringsbyrde ved beslutning om datakilder. Uansett tilnærming, bør man ha god forståelse av innhold og kvalitet i dataene man samler inn og/eller kjøper og være åpen om dette.

Måling vs. rapportering

Selv om impact-måling og -rapportering henger sammen, er de ikke synonymer. Hva som er fornuftig å rapportere til interne og eksterne interessenter vil variere mellom strategier, og ikke minst også hva det er lovpålagt å rapportere. Kapitalforvaltere vil typisk være underlagt en del rapporteringskrav gjennom reguleringer, men også gjennom forpliktelser til kapitaleiere. Les mer om lovpålagte rapporteringskrav i kapittel 4. Impact og bærekraftsrelaterte reguleringer.

Nyttige eksterne ressurser:

- GIINs [IRIS+](#) er en katalog av relevante indikatorer som er utviklet for impact-investeringer. IRIS+ inkluderer en i tillegg en rekke ressurser, inkludert veiledning til bruk av indikatorer, case studier, benchmarks med mer.
- [HIPSO](#) er en annen relevant indikatorkatalog utviklet spesifikt for impact-investeringer i utviklingsland.
- Impact Frontiers sine normer for impact-rapportering [normer for impactrapportering](#).



CEC-Energy in Action 1, Norfund

3.4 Utdypning av utvalgte eksterne ressurser

FN's Bærekraftsmål

FNs bærekraftsmål (SDG'ene) brukes i utstrakt grad av impact-investorer. SDG'ene nyter høy kjennskap; hele 94 % av bedriftsledere globalt anser SDG'ene som en samlende, global visjon i følge [“Global Private Sector SDG stocktake”](#) (UN Global Compact/Accenture).

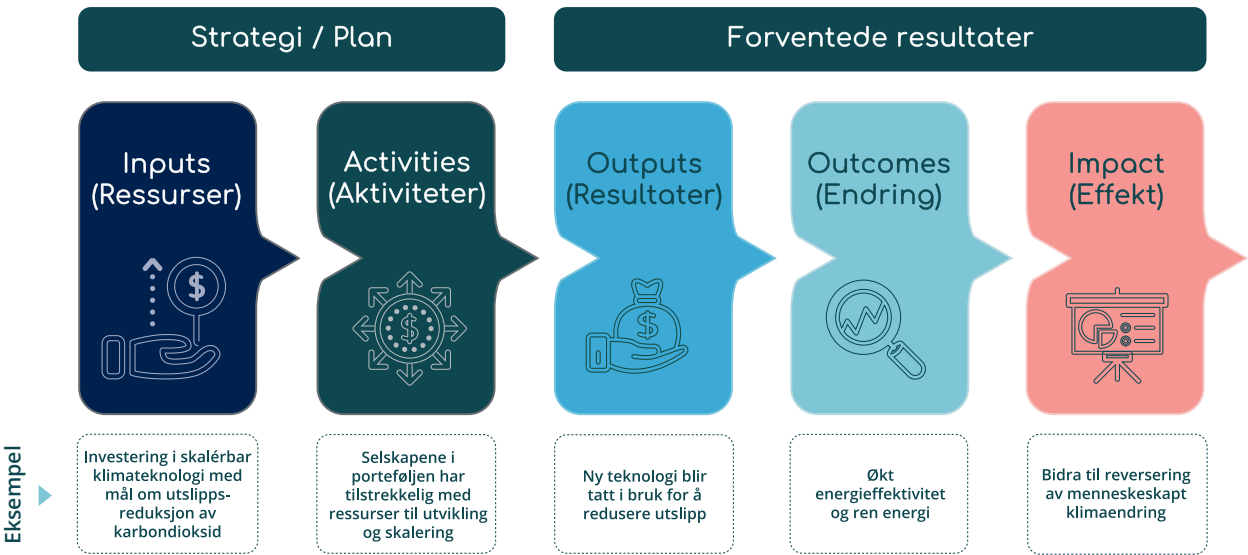
 SDG'ene kan være et nyttig pedagogisk verktøy for investorer som ønsker å identifisere hvilke bærekrafts-utfordringer som må løses og på hvilken måte. Impact-investorer velger typisk noen mål eller tematikker de ønsker å bidra til gjennom sine investeringer. Samtidig som SDG'ene er et nyttig veikart og pedagogisk verktøy, så skal man som investor være bevisst noen potensielle fallgruver.

SDG'ene ble ikke utviklet spesifikt for investorer eller selskap, og mange av målene omhandler tiltak som må innføres og måles på nasjonalt plan. Det finnes imidlertid gode ressurser som “omsetter” SDG'ene i indikatorer som er egnet for investorer og deres porteføljeselskaper, slik som [IRIS +](#) og UN Global Compact og GRI sin [oversikt](#).

Det er i privat sektor utstrakt “SDG-washing”. Mange ser kun på overskriftene i de 17 SDG'ene. For å vurdere om en investering faktisk bidrar til oppnåelse av målene bør man se nærmere på de 169 underliggende delmålene i SDG'ene, og de tilhørende indikatorene for måling. Det er også vanlig å fremheve marginale og/eller lite konkrete bidrag. God praksis er å fremheve bare betydelige og konkrete bidrag til delmålene.

Endringsteori

En endringsteori (Theory of Change) er et sentralt fundament i enhver impact-strategi. Dette er et rammeverk som skisserer hvordan og hvorfor en ønsket endring forventes å skje i en bestemt kontekst. En endringsteori kan brukes både på selskaps- og porteføljenivå.

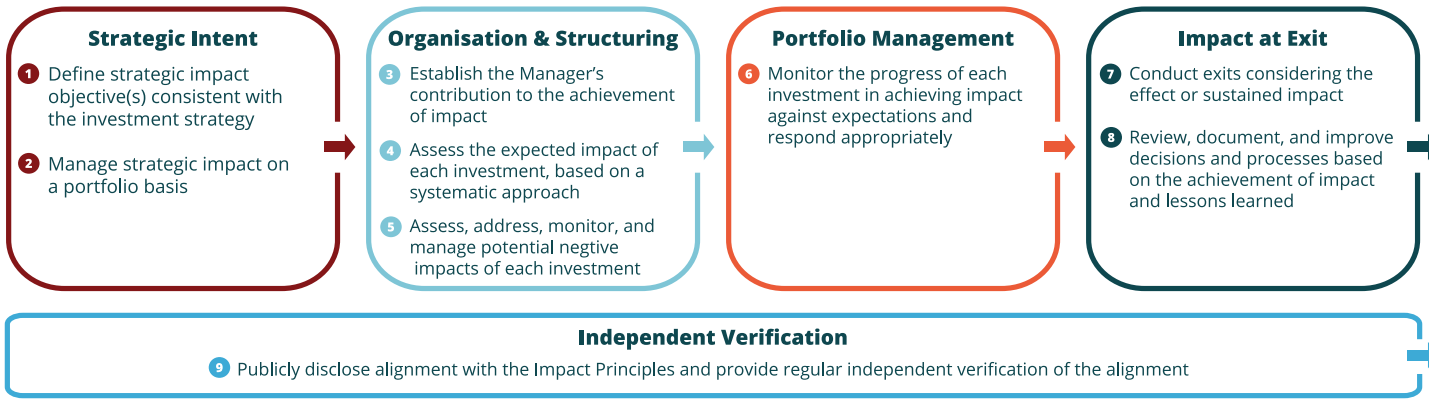


En endringsteori hjelper investorer og øvrige interessenter å formulere deres forståelse av endringsprosessen, identifisere de kritiske sammenhengene og aktivitetene, og kommunisere deres strategi til andre. Det er et verdifullt verktøy for planlegging, overvåking og evaluering, siden det gir et veikart for å vurdere om selskapenes aktiviteter fører til de ønskede resultatene og virkningene.

Det er viktig å merke seg at en endringsteori ikke er et statisk dokument, men bør revurderes og justeres basert på måling og evaluering av selskapenes aktiviteter effekt.

Operating Principles for Impact Management (OPIM)

Operating Principles for Impact Management er **9 prinsipper** som setter rammer for hvordan impact kan ivaretas gjennom en klassisk investeringssyklus.⁶

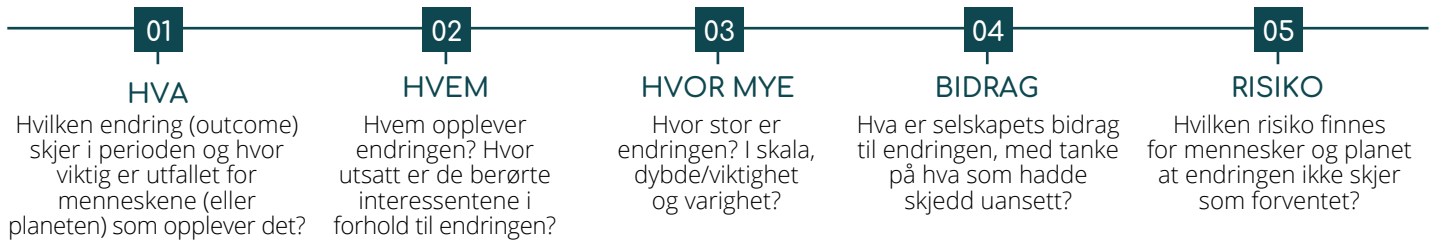


Impact Frontiers

Impact management norms er et resultat av flere tusen impact-utøveres felles innsats for å enes om en felles forståelse for styring av impact på tvers av verdikjeden. Normsettet består av fem hoveddeler:

Del 1 5 Dimensjoner av impact

En utbredt måte å tilnærme seg målig av selskapers impact, og et mye brukt rammeverk for å forstå impact på tvers av ulike forhold som også kan brukes i forbindelse med investeringsbeslutninger. Disse er også en viktig del av ovennevnte Impact Management Norms:



Del 2 ABC for selskapets impact

- A: “Act to avoid harm” - handle for å forhindre skade
- B: “Benefit stakeholder” - bevare eller forbedre interessenters forhold
- C: “Contribute to solutions” - bidra til løsninger

Del 3 Investorbidrag

Styre negativ og positiv impact hos en investering eller portefølje, inkludert investorens eget bidrag.

Del 4 Investeringsklassifisering

Overordnet impact av en portefølje kan klassifiseres ved å kombinere selskapenes “ABC” og investorens strategier for å bidra til impact.

Del 5 Impact-finansiell integrasjon

Metoder for å integrere ulike team, metodikk og datasett, mellom økonomistyring og styring av impact.

⁶ For å bevare fullstendig meningsinnhold, har vi valgt å presentere modellen på engelsk, slik den blir bredt brukt i dag.

3.5 Kapitaleiere og indirekte investorer

Motivasjonen for å gjøre impact-investeringer vil variere mellom ulike typer kapitaleiere. For en stiftelse vil formålet typisk stå sentralt i utarbeidelse av en impact-strategi. For et familieeid selskap vil den typisk avhenge av personlige interesser blant familiemedlemmer. For en pensjonskasse vil andre motivasjonsfaktorer spille inn, og ivaretagelse av “fiduciary duty” vil stå sentralt. En juridisk vurdering av hvorvidt impact-investeringer er compatible med ivaretagelse av “fiduciary duty” (utarbeidet for pensjonskasser) finner du [her](#).

Impact-strategien til en kapitaleier vil i tillegg til impact-motivasjon typisk være en funksjon av:

- Ambisjonsnivå - om man utelukkende gjør impact-investeringer, gjør noen som en del av en diversifiseringsstrategi eller å gjøre sine første erfaringer.
- Investeringskapital (Assets under management) satt av til impact kan påvirke tilgang til investeringer. Noen investorer kan oppleve at de for “store” og andre for “små” ... for mulighetene som finnes i impact-markedet.
- Risikotoleranse og avkastningsforventninger
- Mulighet til å gjøre illikvide investeringer - selv om det finnes investeringsmuligheter med likviditet er tyngden av investeringsmuligheter tilgjengelig typisk mer illikvide

Vi observerer i dag veldig ulik impact-praksis blant kapitaleiere. Spekteret strekker seg fra “100 % impact” kapitaleiere (eksempel: det familieeide investeringsselskapet [Ceniarth](#)) til pensjonskasser som har dedikert en prosentandel av total kapital under forvaltning til impact-investeringer.

Den nederlandske foreningen for impact-investeringer⁷ gjorde i 2023 en [kartlegging](#) av impact-investeringer gjort av pensjonskasser i Nederland over en periode på halvannet år. De fant 14 investeringer av betydelig størrelse, gjort av en håndfull pensjonskasser.

Indirekte investeringer

Felles for mange kapitaleiere er at de er indirekte eiere, typisk investert gjennom fondsstrukturer. En viktig forskjell fra direkte eiere er at man da sitter lenger fra effektene man søker å skape, og at seleksjon av forvaltere og fond er en viktig del av investeringsprosessen. De grunnleggende elementene skissert i kapittel 3.1 og 3.2 kan brukes som en slags sjekkliste ved vurdering av impact-forvaltere og deres fond.

Videre er man som indirekte investor avhengig av å finne fond med strategier som samsvarer med de impact-målene man har satt seg. Dette kan være utfordrende da impact-markedet fortsatt er relativt ungt. Samtidig er utvalget av impact-fond økende, og det er også antallet forvaltere som kan vise til impact- og avkastningshistorikk. Avkastningshistorikk er viktig for mange investorer som beveger seg inn i impact og kan således by på utfordringer. Samtidig finnes det også et økende antall kapitaleiere med sterk impact-motivasjon som satser på nyetablerte forvaltere. Disse karakteriseres gjerne av overbevisningen om at vi ikke har tid til å vente til flere forvaltere bygger opp avkastningshistorikk, og ønsker å bidra til å utløse mer kapital til impact.

⁷ <https://www.nabimpactinvesting.nl/>



4

Impact & bærekraftsrelaterte reguleringer

De senere årene har det blitt utformet flere sentrale reguleringer med mål om å øke kapitalflyten til aktiviteter som bidrar til en klimanøytral økonomi, lavere ressursbruk, beskyttelse av natur, og redusert sosial ulikhet. Det er også et mål å bekjempe grønnvasking.

Reguleringene påvirker hvordan forvaltere, banker, rådgivere og andre finansmarkedsdeltakere kan markedsføre sine finansielle produkter, og hvilke plikter de har til åpenhet og rapportering, både overfor investorer og offentligheten. I tillegg berører en rekke reguleringer selskaper på tilsvarende måte. Dette har dyptgående konsekvenser for impact-investorer: Mange omfattes direkte av reguleringene, mens andre velger å se hen til reguleringene fordi de i økende grad definerer markedsstandard og rammevilkår.

EUs “grønne giv”

Hovedvekten av reguleringene springer ut av EUs [European Green Deal](#). I tillegg er det økende tilfang av lignende reguleringer, både i USA, Storbritannia, Kina og andre steder. Dette strammer til nettet for de som grønnvasker, og begrenser rommet for aktiviteter som er skadelig for klima, miljø og mennesker. Regelendringene er samtidig med på å øke kompleksiteten for impact-investorer og andre som vil bidra til en bærekraftig global økonomi, og kan derfor virke avskrekkende for noen.

Som vi poengterer i denne veilederen: **“Impact-investeringer” er et etablert konsept, med sentrale prinsipper som står på egne ben.** Selv om reguleringene bidrar til økt åpenhet og standardisering - som er positivt for impact-investeringer - observerer vi også at de er utformet på en måte som kan bidra til forvirring om hva “impact-investeringer” er.

Offentliggjøringsforordningen (SFDR) er sentral for finanssektoren og har fått mye oppmerksomhet, særlig knyttet til de mye omtalte kategoriene for finansielle produkter; “Artikkel 6”, “Artikkel 8” og “Artikkel 9”. Disse er ofte omtalt i dagligspråk som hhv. “grå”, “lysegrønne” og “mørkegrønne” produkter). Kategoriene etablerer et opplysningskrav knyttet til påstander om bærekraft, og utgjør per i dag ikke en merkeordning, sertifisering eller “label”.

Impact og kategorier - ingen automatikk

SFDR etablerer streng opplysningsplikt for finansielle produkter som på en eller annen måte markedsfører seg som “bærekraftig”, både i prekontraktuelle dokumenter og i rapportering. Opplysningene omfatter blant annet hvordan bærekraft integreres, vurderes, og måles i produktet, og er bindende.

SFDR har vært mye debattert, særlig når det gjelder Artikkel 9 som omhandler produkter som har “bærekraftige investeringer” som formål, og skillelinjene mot Artikkel 8 som “promoterer sosiale og miljømessige karakteristika”. For impact-investorer har reglene vært kilde til hodebry: Markedet oppfatter i stor utstrekning kategoriene som “labels”, og det har blitt en gjengs forventning at impact-fond bør være kategorisert under Artikkel 9.

Det er derfor viktig å understreke at det **ikke nødvendigvis** er noe likhetstegn mellom Artikkel 9 og impact-investeringer. Manglende klarhet i definisjonen av “bærekraftige investeringer”, høye rapporteringskrav og manglende datatilgang og -kvalitet, fører til at det er krevende å etterleve Artikkel 9. SFDR er heller ikke innrettet for å fange opp endringene eller effektene som impact-investorer søker å oppnå, eller særegenhetene ved tidligfase-investeringer, der mange impact-investorer er aktive. Hvorvidt et fond er registrert som “Artikkel 8” eller “Artikkel 9” gir derfor ikke entydig informasjon om hvorvidt det er snakk om et impact-fond. Hvis man investerer i fremvoksende markeder kan eksempelvis en strategi om å kun investere i artikkel 9 være en utfordring, selv om mulighetene for å bidra til stor impact er tilstede.



Sao_Hill-308, Norfund, Green Resources ©

Rask utvikling i regelverket

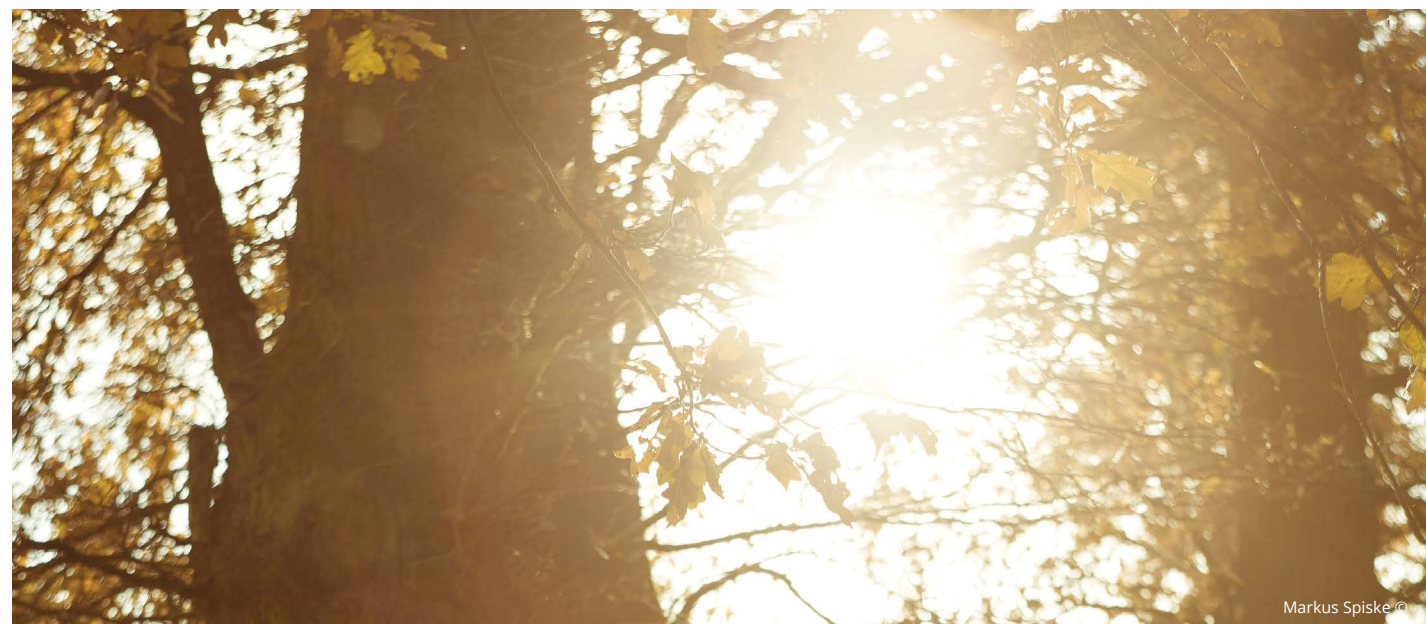
Bare to år etter lanseringen er det planlagt justeringer av SFDR. Mange forventer at det vil komme en kategori for impact-investeringer, (etter samme lest som [Storbritannias SDR](#)), samt at kategoriene innrettes som en merkeordning (“label”), slik de i praksis benyttes i markedet i dag. I tillegg setter en rekke andre reguleringer krav til ulike aktører i hele økonomien.

Bærekraftsregelverket er i rask utvikling. Overordnet krever reguleringene at bærekraftspåstander skal kunne dokumenteres og etterprøves, og vi ser konturene av et omfattende nett av reguleringer som struper mulighetene for grønnvasking. De som ønsker å markedsføre seg som bærekraftig vil fremover måtte sette inn betydelige ressurser for å sikre solide bevis for påstander om sosiale eller miljømessige bidrag.

Som impact-investor kan man ikke unngå å navigere i dette landskapet, og til dels tilpasse og utvide tilgjengelig informasjon, prosesser, dokumentasjon og rapportering. Samtidig er det avgjørende å ikke miste fokus på de grunnleggende elementene som ligger til grunn for “impact”: Å skape målbare effekter.

Sentrale reguleringer på bærekraftsområdet i EU

- **Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR)** gjør det obligatorisk for finansmarkedsdeltakere å offentliggjøre standardisert informasjon om miljø, sosiale forhold og selskapsstyring knyttet til finansielle produkter. Vedtatt i EU-kommisjonen 2019, og trådte i kraft i Norge i 1. januar 2023 i ny lov om offentliggjøring av bærekraftsinformasjon i finanssektoren og et rammeverk for bærekraftige investeringer.
- **Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD)** er et omfattende bærekraftsrapporteringsdirektiv for selskaper i Europa. Direktivet bygger på prinsippet om dobbel vesentlighet og pålegger selskaper å rapportere både vesentlig påvirkning på bærekraftsforhold, og hvordan bærekraftsforhold påvirker selskapets mulighet til langsiktig verdiskapning.
- CSRD krever at foretak rapporterer i overensstemmelse med europeiske standarder for bærekraftsrapportering **European Sustainability Reporting Standards (ESRS)**. Disse gir detaljerte føringer for hva og hvordan et selskap skal rapportere og bidrar til å harmonisere rapportering i det europeiske markedet. CSRD trer i kraft i Norge fra og med regnskapsåret 2024, med rapportering i 2025 for de største foretakene og konsernene.
- **Corporate Sustainability Due Diligence Directive (CSDDD)** etablerer virksomheters ansvar for bærekraft i globale verdikjeder, og setter krav til åpenhet og jevnlig forbedring av mekanismer. I skrivende stund er tidslinjen for vedtak og implementering usikker; opprinnelig var reguleringen forventet å tre i kraft i 2027.
- **Taxonomy Regulation (EUT eller "EU Taxonomy")**
Et klassifiseringssystem som gir et binært svar (ja/nei) på om en økonomisk aktivitet er i tråd med målet om en netto-null økonomi, basert på definerte tekniske kriterier. Taksonomien dekker foreløpig de mest utslippsintensive sektorene i økonomien. Vedtatt i EU i 2020, trådte i kraft i Norge 1. januar 2023 i ny lov om offentliggjøring av bærekraftsinformasjon i finanssektoren og et rammeverk for bærekraftige investeringer.
- **Green Claims Directive** definerer reglene for markedsføring av miljøbidrag for selskaper i EU, og krever blant annet konkrete og etterprøvbare bevis for påstander om bærekraft. Vedtatt i EU i januar 2024.



Markus Spiske ©

5 Nøkkelressurser

Det finnes et hav av ressurser for impact-investorer. Under presenterer vi et utvalg relevante ressurser for de som ønsker å komme i gang med impact-investeringer.

- **Impact Investing Institute's Learning Hub**
Open source læringsplattform utviklet av den uavhengige organisasjonen Impact Investing Institute. Plattformen tilbyr opplæring for aspirerende og mer avanserte impact-investorer. Den dekker et bredt spekter impact-relaterte tema og henviser på en systematisk måte til relevante eksterne kilder som gir leseren mulighet til å dypdykke. Impact Investing Institute tilbyr også praktisk veiledning til utvalgte grupper investorer som ønsker komme i gang med impact-investeringer: **Pensjonskasser**, **stiftelser**, **familieeide selskap** og **kapitalforvaltere**.
- **Global Impact Investing Network (GIIN)**
GIIN er en global medlemsorganisasjon for impact-investorer som tilbyr en rekke ulike ressurser og studier av marked, trender og beste praksis. GIIN har blant annet utviklet **"The Core Characteristics of Impact Investing"** for å tydeliggjøre definisjonen av impact-investeringer, og har i tillegg samlet en rekke **case studies** som illustrerer hvordan impact-investeringer kan gjennomføres i praksis.
- **IRIS+**
Mye brukt katalog av impact-indikatorer som brukes for å måle, styre og optimere impact. IRIS+ er utviklet av GIIN.
- **Operating Principles for Impact Investing**
Operating Principles for Impact Investing (OPIM) er et rammeverk for investorer som ønsker integrere impact-hensyn i sin investeringssyklus. Rammeverket består av ni prinsipper.
- **Impact Frontiers**
Impact Frontiers er en internasjonal samarbeidsplattform fokusert på standardisering og markedsbygging for impact-investorer. Plattformen tilbyr en rekke relevante læringsressurser og tilrettelegger for diskusjoner på områder hvor det i dag ikke finnes omforente standarder eller veiledning.
- **Impact Management Norms**
En viktig ressurs på plattformen er Impact Management Norms, som er et sett normer for å hjelpe selskaper og investorer å forstå begrepet impact og hvordan de kan redusere sin negative og styrke sin positive impact. Normene ble utviklet gjennom et samarbeidsprosjekt (Impact Management Project) mellom 3000 selskaper og investorer i perioden 2016 til 2018.



perle.no, Shutterstock

NorNAB er en uavhengig medlemsbasert forening som jobber for vekst og utvikling av økosystemet for impact investeringer i Norge.

Foreningens formål er å bidra til økt kapitalflyt til impact-investeringer og til initiativer som bidrar til FNs bærekraftsmål. Formålet skal oppnås ved å styrke markedet for impact-investeringer ved å:

- Øke forståelsen av, og kjennskapen til, impact-investeringer.
- Bidra til å forbedre rammevilkårene for impact-investeringer
- Være en pådriver for erfaringsdeling og utvikling av beste praksis innen impact-investeringer.

Global Steering Group for Impact Investing (GSG) er en uavhengig internasjonal organisasjon som jobber for å katalysere impact-investeringer. GSG fungerer som paraplyorganisasjon for over 40 "National Advisory Boards for Impact", inkludert NorNAB.

Denne veilederen er støttet av og utviklet i samarbeid med Norsif og er støttet av Finansmarkedsfondet.

nornab.nonorsif.orgfinansmarkedsfondet.no