

ESG INSIDE

Processes

*Active  
Ownership  
Stories*

Advisory

Products

# Innehåll

Aktivt ägande banar vägen för hållbara affärer	Sidan 3
Aktivt ägarskap genom dialoger	Sidan 4
Dialoger under 2019	Sidan 6
Hållbarhet som skapar tillväxt	Sidan 8
Dialoger för att skydda investerarnas avkastning	Sidan 12
Sjöfartsbranschen måste ta hänsyn till klimatutmaningarna	Sidan 16
Aktivt ägarskap genom röstning	Sidan 21
Röstning under 2019	Sidan 22
Rimliga ersättningspaket för styrelseledamöter	Sidan 24

# Aktivt ägarskap banar väg för hållbara affärer

Aktivt ägarskap är ett viktigt verktyg för att vi som kapitalförvaltare ska kunna leverera en långsiktigt attraktiv riskjusterad avkastning till våra kunder. Vi för dialog med företag, röstar på bolagsstämmor och deltar i gemensamma investerarinitiativ för att exempelvis uppmuntra företag att vidta åtgärder på klimatområdet. Aktivt ägarskap är en integrerad del av vårt arbete med hållbara investeringar och bidrar till värdeskapande för våra kunder, företagen vi investerar i och samhället i stort.

Genom att ta integrera ESG-faktorer i våra investeringsprocesser kan vi hantera risker och utmaningar, identifiera möjligheter och fatta välinformerade investeringsbeslut. När vi engagerar oss i våra portföljbolag har vi alltså möjlighet att påverka utvecklingen, utmana ståndpunkter och uppmuntra förändringsprocesser, något som vi också tror kan påverka samhället i stort på ett positivt sätt.

I **Active Ownership Stories** delar vi med oss av våra portföljförvaltares berättelser om **aktivt ägarskap**. Här finns exempel på deras specifika bolagsengagemang i form av dialoger med företagen, samverkan med företagsledningen samt de resultat detta arbete har givit vid handen. Dessa berättelser kompletteras av data och statistik på området och är ett led i vår ambition att vara transparenta om vad vi gör och de resultat vi önskar uppnå.

## Värdeskapande

Det finns många olika sätt att arbeta med hållbara investeringar och aktivt ägarskap. I Danske Bank gör vi det genom att integrera ESG-data och -analyser i våra investeringsprocesser och vårt beslutsfattande. Som ansvarsfull investerare vill vi förstå och hantera risker eller problem genom en konstruktiv dialog, istället för att sälja



vårt innehav och låta någon annan lösa problemen. Det är i vår roll som investerare vi på ett effektivt sätt kan påverka och verka för förändring och förbättring och därmed skapa värde för kunder, företag och samhället i stort.

## Förvaltar driven dialog

Tack vare expertis och djupgående kunskaper påverkar, uppmuntrar och stödjer våra portföljförvaltare företagen så att risker och möjligheter relaterade till miljö, sociala förhållanden och bolagsstyrning kan hanteras på bästa sätt. I denna publikation delar portföljförvaltarna Anders Grønning, Cecilie Hoffmeyer, Jesper Neergaard Poll, Joel Backesten, Petter Löfqvist och Rami Hakola med sig av sina erfarenheter, som vi hoppas du finner intressanta.

## Ulrika Hasselgren

Global Head of Sustainability & Impact Investment  
Danske Bank Wealth Management



Danske Banks strategi för hållbara investeringar kallas för 'ESG Inside' eftersom det handlar om att ta in hållbarhet i alla våra investeringar. Vi integrerar miljö, sociala förhållanden samt bolagsstyrning (ESG) i våra investeringsprocesser och vi för dialog med företagen i väsentliga frågor för att bidra till förändring och förbättring. För alla våra investeringsprodukter har vi också särskilda restriktioner avseende kontroversiella vapen, oljesand, termiskt kol och tobak.

# Aktivt ägarskap genom dialoger

Vi är övertygade om att en förvaltar driven dialog med företagen är det mest effektiva sättet att påverka de bolag vi investerar i, eftersom portföljförvaltarna är experter på sina respektive investeringsstrategier och portföljbolag, och har det yttersta ansvaret för portföljsammansättning och investeringsbeslut.

Målet med våra dialoger är att de skall bidra till att förbättra företagens resultat och långsiktiga värdeskapande. Våra portföljförvaltare använder sin position som investerare för att göra skillnad. De bidrar till förändring och förbättring, för att härigenom säkra och utveckla våra kunders investeringar. Bolagsdialogerna kan också ha till syfte att förstå redan offentliggjord information, diskutera förslag framlagda inför årsstämman eller företagets affärsstrategier.


Våra portföljförvaltare samarbetar regelbundet med sina företag och diskuterar ESG-frågor som kan påverka deras resultat. På detta sätt kan de hantera ESG-risker och upptäcka möjligheter, vilket leder till tillväxt och utveckling på lång sikt.

I vissa sammanhang kan det vara relevant att utöva aktivt ägarskap tillsammans med andra, till exempel genom att föra bolagsdialoger tillsammans med kollegor, likasinnade investerare och andra relevanta parter. Detta kan exempelvis vara aktuellt om vårt egna engagemang inte har lett till önskat resultat.

Vi deltar i och stödjer ett antal olika investerarinitiativ för att uppmuntra bättre insyns- och hållbarhetsstandarder i företag och på finansmarknaden i stort: Carbon Disclosure Project, Climate Action 100+, Institutional Investors Group on Climate Change, Paris Pledge for Action, The Task Force on Climate-Change Financial Disclosure, The Montreal Pledge, The Task Force for Climate Related Disclosure och FN:s Principles for Responsible Investment.







### ESG Integration Council

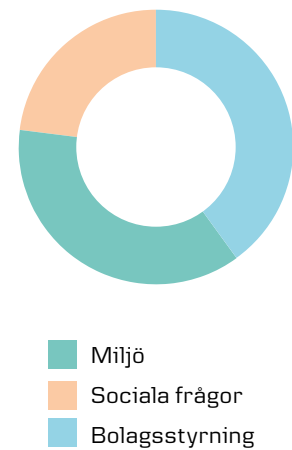
Danske Banks ESG Integration Council består av våra investeringsdirektörer (CIO) och chefsförvaltare. Rådet har ett övergripande ansvar för att implementera 'ESG Inside' på tvärs av våra investeringsportföljer, bland annat genom att utvärdera ESG-risker och möjligheter, besluta om samarbeten och teman som är relevanta för investeringsorganisationen samt besluta om investeringsrestriktioner. Under 2019 antog ESG Integration Council riktlinjer för röstning, diskuterade företags övergång från fossila bränslen till förnybara energikällor, beslutade om investeringsrestriktioner i tobaksbolag för alla Danske Invests fonder och enades om prioriteringar för hållbara investeringar för 2020.



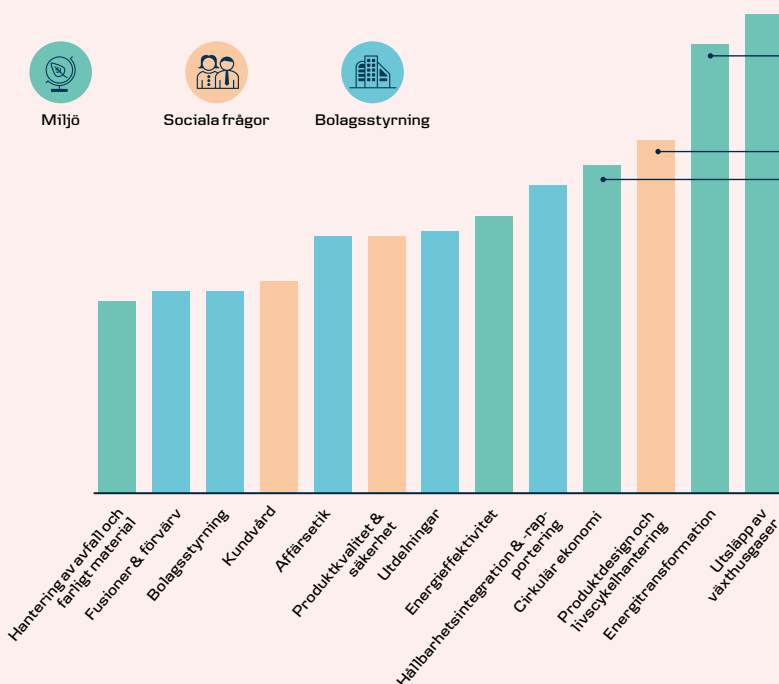
Läs mer om våra dialoger i vår "Active Ownership Report" på [danskebank.com/sustainable-investment](https://danskebank.com/sustainable-investment)



Fördelning ESG-teman



Bland de 105 ESG-ämnen som diskuterades under 2019 var energirelaterade frågor de mest diskuterade, vilket visar på den gröna omställningens affärspåverkan. Dessutom tog sig "cirkulär ekonomi" in på topp tio under 2019 vilket framför allt beror på både våra förvaltares och företagens egna fokus på hållbarhet som en integrerad del av hela värdekedjan.



*Energitransformation är en övergång från fossila energikällor till "grönare" energialternativ som ger ett lägre koldioxidavtryck. Företagens strategi kring energi och koldioxidutsläpp kan direkt påverka deras kostnadsstruktur, riskprofil, varumärke och relation med intressenter.*

*Produktdesign och livscykelhantering omfattar bland annat analys av hur en given produkt eller tjänst påverkar miljön under hela sitt livsförlopp. Det handlar om förpackningsprocesser, distribution, resursintensitet i konsumtionsfasen samt hantering av uttjänta produkter.*

*Cirkulär ekonomi utgörs av mer eller mindre "slutna system" där användandet av råvaror, komponenter eller produkter reduceras eller där dessa återanvänds eller återvinns. Det kan generera positiva sociala aspekter och klimataspekter samt förbättra resurseffektiviteten. Företag som har en strategi baserad på cirkulär ekonomi kan bättre utnyttja värdet av sina tillgångar och därigenom uppnå konkurrensfördelar och ökad vinst.*

# Hållbarhet som skapar tillväxt

Hur kan företag utnyttja hållbarhet för att få sin verksamhet att växa och uppnå konkurrensfördelar? Detta är i fokus när förvaltarna bakom Danske Banks svenska småbolagsfond analyserar mindre svenska företag.

Inom det svenska så kallade small cap-segmentet finns det bolag som har sin verksamhet inom exempelvis transport, medicinsk teknik, fastigheter och high-tech. Varje bolags unika förutsättningar påverkar hur de arbetar med hållbarhetsfrågor.

”Den gemensamma nämnaren för mindre svenska företag är deras fokus på hållbarhet i allmänhet, men under de senaste åren har företagen ökat sitt fokus på att utnyttja hållbarhet för att utveckla och driva affären”, säger Petter Löfqvist, Senior Portfolio Manager och ansvarig för Danske Banks svenska småbolagsfond, som investerar i mindre svenska företag. Han fortsätter:

”Även om det är uppenbart att större, globala företag har arbetat längre med hållbarhet ur ett affärsperspektiv, ser vi kraftigt ökade ambitioner också bland mindre bolag. Fokus blir allt mer på att uppnå konkurrensfördelar genom att införliva hållbarhet i sin affärsmodell”. Småbolagsfonden består av runt 40 bolag och Petter Löfqvist och hans kollega Joel

Backesten, diskuterar regelbundet med företagen hur de kan förbättra sina resultat genom att utnyttja hållbarhet.

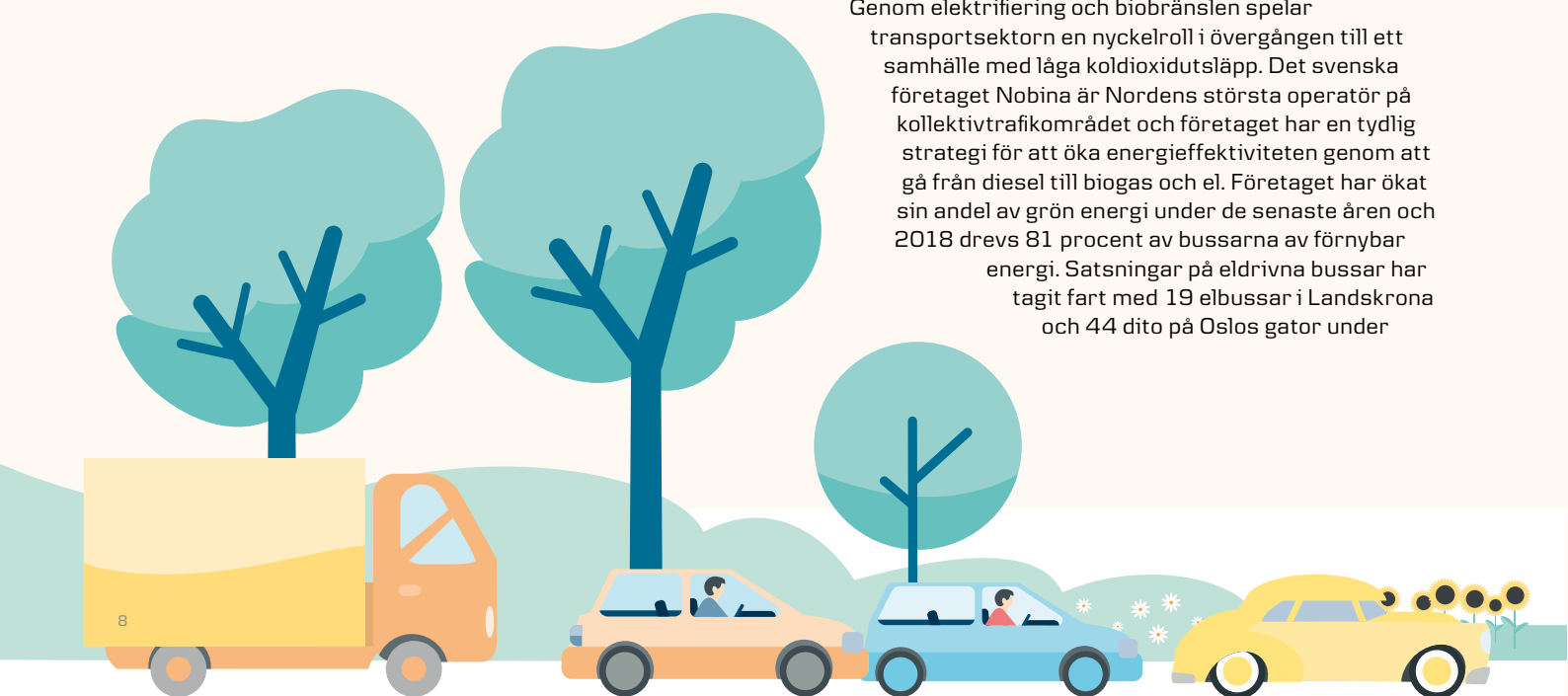
## Hållbarhet som en del av affärsmodellen

Petter Löfqvist och Joel Backesten letar efter framtida vinnare som kan leverera konkurrenskraftig avkastning och i denna strävan ser de hållbarhet som avgörande för att bli ett framgångsrikt företag.

”Företag som integrerar hållbarhet i sin verksamhet kan i större utsträckning utnyttja detta för att driva och utveckla affären och vara bättre positionerade än konkurrenterna när det gäller att skapa tillväxt och utveckling. Mindre företag har normalt sett en mer fokuserad affärsmodell och är smidigare än större företag och det gör att de har möjlighet att anpassa existerande produkter och tjänster snabbare eller lansera nya som uppfyller politikernas krav på hållbarhet och konsumenternas efterfrågan på grönare lösningar”, säger Joel Backesten.

## Grön omställning ställer nya krav på transportsektorn

Genom elektrifiering och biobränslen spelar transportsektorn en nyckelroll i övergången till ett samhälle med låga koldioxidutsläpp. Det svenska företaget Nobina är Nordens största operatör på kollektivtrafikområdet och företaget har en tydlig strategi för att öka energieffektiviteten genom att gå från diesel till biogas och el. Företaget har ökat sin andel av grön energi under de senaste åren och 2018 drevs 81 procent av bussarna av förnybar energi. Satsningar på eldrivna bussar har tagit fart med 19 elbussar i Landskrona och 44 dito på Oslos gator under







Även om det är uppenbart att större, globala företag har arbetat längre med hållbarhet ur ett affärsperspektiv, ser vi kraftigt ökade ambitioner också bland mindre bolag. Fokus blir allt mer på att uppnå konkurrensfördelar genom att införliva hållbarhet i sin affärsmodell.

Petter Löfqvist



2019. I slutet av 2019 uppgick det totala antalet eldrivna bussar till 147 stycken.

”Nobina ser övergången till en grön ekonomi som en affärsmöjlighet och ett sätt att stärka sin marknadsposition. Många städer kräver redan idag att bussarna endast använder grön energi och vi räknar med att fler städer kommer att ställa liknande eller striktare krav i framtiden. Det blir därför viktigt för Nobina att framtidssäkra sina bussar i ett tidigt skede och vi diskuterar detta regelbundet med bolaget”, säger Petter Löfqvist.

Petter och Joel har till exempel förespråkat att Nobina förbättrar transparensen och blir bättre på att kommunicera sin klimat- och miljöpåverkan samt hur det gynnar Nobinas långsiktiga tillväxt och samhället som helhet.

Som ett resultat offentliggör Nobina numera exempelvis koldioxidutsläpp per passagerare samt minskningen av luftföroreningar.


Stödet till Nobinas arbete med hållbarhet sker inte bara som aktieägare och genom dialog. 2019 investerade Danske Banks företagsobligationsteam i Nobinas gröna obligation (500 miljoner SEK). Genom finansieringen av fler fossilfria, elektrifierade Nobina-bussar, var det första gången en grön obligation användes för att stödja den gröna omställningen av kollektivtrafiken i Norden.

Innan man investerade i Nobina tog företagsobligationsteamet kontakt med Joel Backesten och Petter Löfqvist där bolaget diskuterades både ur ett finansiellt perspektiv och ett hållbarhetsperspektiv. Det

**Nobina har minskat sina koldioxidutsläpp med 37 procent under 2018/2019 jämfört med 2017/2018. Minskningen motsvarar to 464.187 ton koldioxid vilket i sin tur motsvarar utsläppen från 89.406 passagerarbilar eller 48.593 hushålls energikonsumtion under ett år.\***



\*Beräkningar är gjorda med utgångspunkt i Nobinas årsrapport för 2018/2019 samt "Greenhouse Gas Equivalencies Calculator" från amerikanska Environmental Protection Agency.

A modern multi-story apartment building with glass balconies and a clear blue sky. The building features large windows and balconies with glass railings. The sky is a clear, bright blue. In the foreground, there are green trees and bushes.

Balcos inglasade balkonger innebär flera fördelar för kunden. Både glas och luft inne i balkongen fungerar som isolering, vilket betyder att luft utifrån värms upp innan den når in i lägenheten. Detta betyder mindre drag och högre inomhustemperatur, vilket reducerar energikonsumtionen. Dessutom bidrar lösningen till lägre kostnader för underhåll samt högre fastighetsvärde.

Balcos produktionsprocess är certifierad i enlighet med ISO 14001, vilket innebär att den följer alla internationella standarder vad avser miljömärkning, -redovisning och -styrning.





*Företag som integrerar hållbarhet i sin verksamhet kan i större utsträckning utnyttja detta för att driva och utveckla affären och vara bättre positionerade än konkurrenterna när det gäller att skapa tillväxt och utveckling.*

*Joel Backesten*



är ett bra exempel på hur avdelningar inom Danske Bank samarbetar och delar djupgående insikter med varandra för att fatta bästa möjliga investeringsbeslut till fördel för Danske Banks kunder.

”Det fanns ett stort och brett intresse för att investera i Nobinas gröna obligation och det resulterade i lägre lånekostnader för bolaget, vilket gynnar oss som aktieägare. Efterfrågan visar att marknaden stödjer Nobinas strategi att förena klimatinsatser och företagsvinster och det är en av företagets stora styrkor”, säger Joel Backesten.

#### **Energibesparande balkonger har tillväxtpotential**

Ett annat exempel inom byggbranschen är svenska Balco som på nordiskt plan är en av marknadsledarna inom inglasade balkonger. Företaget, som även växer på den nordeuropeiska marknaden tillverkar inglasade balkonger med en livslängd som är upp till fem gånger längre än traditionella betongbalkonger, samtidigt som kostnaderna för underhåll är lägre. Balco har dessutom en balkonglösning där byggnadens fasad byggs ihop med balkongen, vilket ger upp till 15 procent lägre energiförbrukning.

”Vi ser att Balcos hållbarhetsfokus ger företaget konkurrensfördelar och man har stora möjligheter att öka marknadsandelen på den växande nordeuropeiska marknaden”, säger Joel Backesten. I dialogen med Balco har Joel Backesten och Petter Löfqvist, tillsammans med andra

investerare, betonat att en livscykelanalys av balkongerna kan vara ett bra verktyg för att förbättra försäljning och resultat. Balcos balkonger har längre livslängd än betongbalkonger och en livscykelanalys skulle förtydliga balkongernas hållbarhet och kostnadseffektivitet, vilket är relevant information för potentiella nya kunder.

Petter och Joel har en konstruktiv dialog med Balco om framtidsutsikter och utvecklingsmöjligheter och företaget håller på att utveckla en metod för livscykelanalys. Balco ser dialogen med investerare som ett viktigt sätt att få input och nya idéer för att utveckla företaget och skapa affärer.

”Det är mycket viktigt att diskutera olika sätt att höja ribban på hållbarhetsområdet och den pågående dialogen med Danske Banks investeringsteam har gjort att vi nu vet hur vi ska dra nytta av hållbarhet. Vi får värdefull kunskap om hur teamet uppfattar hållbarhet och vilka aspekter som är viktiga för dem som investerare”, säger Kennet Lundahl, Balcos VD.

Petter och Joel kommer att fortsätta sin dialog med Balco för att stödja bolagets arbete med hållbara balkonger och expansionen till nya marknader.

# *Dialoger för att skydda investerarnas avkastning*

Som ett led i arbetet med aktivt ägarskap har Danske Banks företagsobligationsteam fokus på att private equity-bolag inte extraherar värde ur företagen till nackdel för obligationsinnehavarna. För att undvika att företagens finansiella stabilitet försvagas bör tillgångar som utgångspunkt stanna i bolaget och inte avyttras.







*Som aktiva investerare satte vi press på private equity-bolaget för att tillvarata våra kunders intressen.*

*Cecilie Hoffmeyer*

Private equity-bolag utgör en allt större andel av det finansiella landskapet. Utgångspunkten är dessa bolags företagsförvärv med hjälp av finansiering från olika typer av investerare och då framför allt de institutionella. Huvudfokus ligger vanligtvis på att optimera de förvärvade bolagens kapitalstrukturer, utvinna synergier, verka för skalfördelar via branschkonsolidering eller investera för att utveckla företaget.

Private equity-bolagens bolagsförvärv och strategigenomförande finansieras delvis genom lån och ett vanligt alternativ i sammanhanget är att emittera företagsobligationer. Danske Bank har ett flertal portföljer som löpande investerar i företagsobligationer av olika slag och lånar således ut pengar mot att få en ränta som återspeglar risken med investeringen. Det är med andra ord extremt viktigt att villkoren för dessa obligationer är tydliga och precisa och att den förväntade avkastningen matchar dessa. Ett område av stor betydelse är hur det kapital som inbringas vid framtida avyttringar ska användas. Cecilie Hoffmeyer är senior portföljförvaltare och ingår i Danske Banks företagsobligationsteam och just frågor kring framtida kapitalutnyttjande är ett viktigt fokusområde i hennes arbete med aktivt ägarskap. "Vi ser attraktiva avkastningsmöjligheter i företagsobligationer, men innan vi investerar utvärderar vi

villkoren noggrant tillsammans med våra juridiska experter, eftersom specifika formuleringar kan vara extremt viktiga. Private equity-bolagen söker ofta maximal flexibilitet i obligationsvillkoren, inte minst för att ha möjlighet att genomföra framtida avyttringar av vissa affärsområden i de förvärvade bolagen och betala ut detta som utdelning till sina investerare. Skrivelserna kring sådana villkor är av stor betydelse för oss som obligationsinvesterar", säger Cecilie Hoffmeyer.

Företagsobligationens villkor, tillsammans med de strategiska planerna och den finansiella ställningen för det förvärvade bolaget är med andra ord viktiga analysområden för Cecilie Hoffmeyer. Det grundläggande syftet är att försäkra sig om att företaget i framtiden förmår betala räntan samt återbetala det utlånade kapitalet till sina långivare.

#### **Skydda investeringen**

Ett sätt för private equity-bolag att skapa avkastning är att sälja av affärsområden som inte passar in i strategin och betala ut detta i form av utdelning till investerarna. Efter en ägarperiod på typiskt fem till sju år är det sedan inte ovanligt att bolaget börsnoteras eller säljs till ett annat private equity-bolag eller en annan branschaktör.





*Vi ser attraktiva avkastningsmöjligheter i företagsobligationer, men innan vi investerar utvärderar vi villkoren noggrant tillsammans med våra juridiska experter, eftersom specifika formuleringar kan vara extremt viktiga. Private equity-bolagen söker ofta maximal flexibilitet i obligationsvillkoren, inte minst för att ha möjlighet att genomföra framtida avyttringar av vissa affärsområden i de förvärvade bolagen och betala ut detta som utdelning till sina investerare. Skrivelserna kring sådana villkor är av stor betydelse för oss som obligationsinvestorare*

*Cecilie Hoffmeyer*

När Cecilie Hoffmeyer bedömer huruvida en företagsobligation är attraktiv eller inte, analyseras företagets nuvarande och förväntade framtida resultat, kassaflöde, tillgångar och skulder. Om private equity-bolagets strategi är att avyttra affärsområden, undersöker investeringsteamet noggrant hur det förväntas påverka företagets förmåga att betala framtida räntor och återbetala obligationens nominella belopp. Utgångspunkterna för Cecilie Hoffmeyer är att det inte ska vara möjligt att extrahera kapital ur företaget genom att sälja av verksamheter som sedan delas ut till investerarna. Intäkterna bör istället stanna kvar i företaget och användas för att återbetala skulder eller för att investera i tillväxt, till exempel genom att investera i nya produktområden eller expandera till nya marknader.

Tillsammans med sina kollegor i företagsobligationsteamet för Cecilie Hoffmeyer en dialog med private equity-bolagen, deras banker och de förvärvade företagen när obligationsvillkoren inte ger tillräcklig garanti för att intäkterna kommer att stanna i händelse av framtida avyttringar av specifika affärsområden.

#### **Marknadsposition möjliggör påverkan**

Tack vare Danske Banks starka position på den nordiska obligationsmarknaden, har Cecilie Hoffmeyer och investeringsteamet i vissa fall möjlighet att påverka private equity-bolagen och ändra obligationsvillkoren i ett tidigt skede. Teamet har inte sällan möjlighet att diskutera

exempelvis prissättning och/eller -villkor innan obligationen ges ut på marknaden, medan de i andra fall är med och påverkar villkoren efter emissionen.

Investeringsteamet övervägde exempelvis att investera i en stor företagsobligation utgiven av ett nordiskt företag. De nya ägarna i form av ett private equity-bolag indikerade att man planerade att avyttra vissa affärsområden strax efter att obligationen emitterats.

”Som aktiva investerare satte vi press på private equity-bolaget för att tillvarata våra kunders intressen. Vår storlek gav oss en bra position för att påverka obligationsvillkoren, och vårt budskap var mycket tydligt: stäng kryphålet, annars är vi inte intresserade av att investera”, förklarar Cecilie Hoffmeyer.

Andra investerare var av samma åsikt och efter förhandlingar och dialog, ändrades villkoren på ett sätt som levde upp till de ställda kraven.

Exemplet visar hur Danske Banks portföljförvaltare arbetar med aktivt ägarskap i frågor som rör de mest centrala aspekterna av investeringar i företagsobligationer, såsom skuldnivåer och framtida intjäningsförmåga: istället för att företagets ekonomiska situation försvagas, bör private equity-bolaget använda intäkterna från avyttringarna för att reducera skuldnivåer eller för att investera i företagets verksamhet.

## Emittering av obligationer

### SONDERING



- Ingen information är offentlig i detta skede.
- Utvalda potentiella investerare uppmanas att delta i en diskussion om efterfrågan, prissättning och villkor för en eventuell emittering.
- Input införlivas innan transaktionen tillkännages för marknaden.

### MARKNADSFÖRING



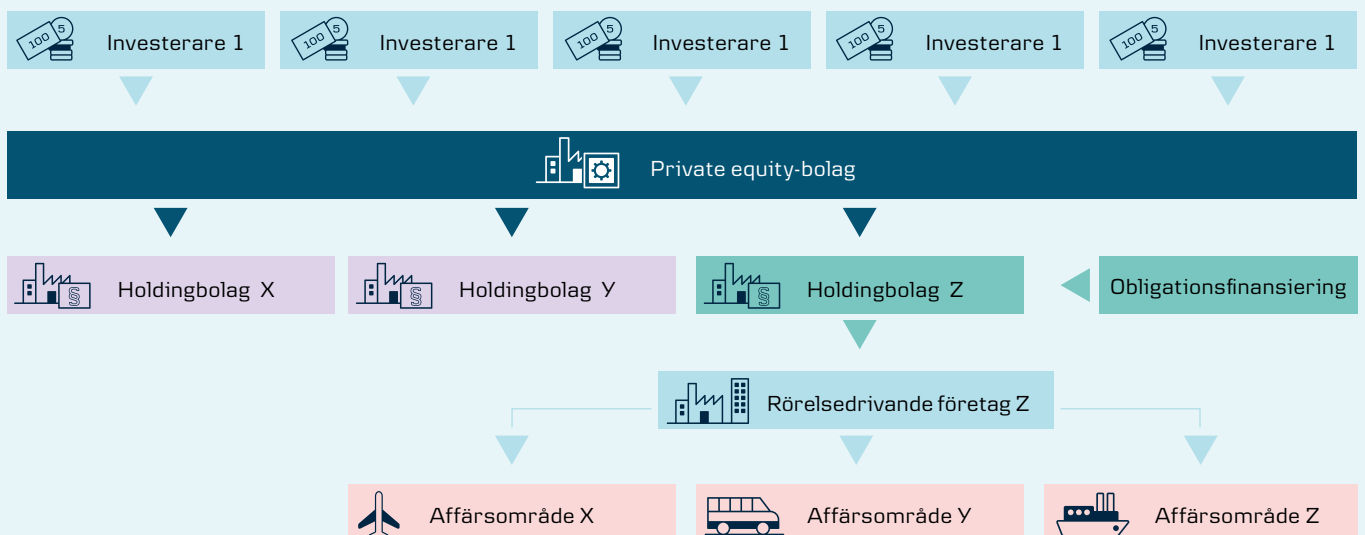
- Obligationsutgivningen offentliggörs för marknaden.
- Potentiella investerare får möjlighet att ge feedback på prissättning, obligationsstruktur och kontrakt.
- Villkor kan ändras efter feedback från potentiella investerare.

### LANSERING



- Obligationer har emitterats och kan handlas på marknaden.
- Obligationsvillkor kan endast ändras på initiativ av det emitterande företaget och om en majoritet av obligationsinnehavarna accepterar det.

## Private equity-bolag - exempel på struktur



Private equity-bolag lockar till sig kapital från olika typer av investerare som sedan används för att förvärva företag som bedöms vara attraktiva investeringar.

Private equity-bolag finansierar ofta förvärven genom att emittera obligationer i ett holdingsbolag som äger det aktuella rörelsedrivande bolaget. Det rörelsedrivande företaget är själva tillverkaren av en produkt eller tjänst och dessa aktiviteter organiseras i olika affärsområden.

# Sjöfartsbranschen måste ta hänsyn till klimatutmaningarna

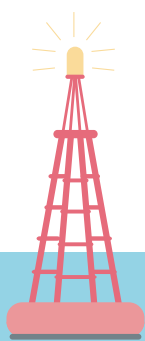
Klimatfrågan har flyttat in i sjöfartsbranschens maskinrum och med den följer ett antal utmaningar. Portföljförvaltaren Anders Grønning belyser hur rederierna hanterar olika klimatrelaterade frågor eftersom det kommer att ha stor betydelse för huruvida rederierna fortsatt kommer att vara attraktiva investeringar.



Sjöfarten spelar en viktig roll i en globaliserad ekonomi som är beroende av effektiva och säkra varutransporter runt om i världen. Även om sjöfarten är en av de mest energieffektiva transportformerna, står sektorn tack vare sin storlek för cirka tre procent av de globala koldioxidutsläppen. Om sektorn fortsätter på sin nuvarande kurs kommer dess koldioxidpåverkan att öka med mellan 25 och 50 procent fram till 2050. Detta har lett till ny lagstiftning och påtryckningar från politiskt håll att minska branschens klimatavtryck och rederierna står därför inför nya klimatregler och stigande kostnader, bland annat strängare regler vad avser drivmedel. Den 1 januari 2020 trädde

en ny klimatförordning i kraft som reducerar det tillåtna svavelinnehållet i marint bränsle från 3,5 procent till 0,5 procent, i syfte att minska koldioxidavtrycket.

”Sjöfarten står högt på agendan när samhället försöker motverka klimatförändringarna. Mot bakgrund av denna utveckling fokuserar vi på hur pass aktivt rederierna arbetar med klimatutmaningar och undersöker huruvida de är förberedda på exempelvis en klimatlagstiftning som går snabbare framåt än väntat”, säger Anders Grønning som är portföljförvaltare på Danske Bank och följer sjöfartsbranschen på nära håll.





*Sjöfarten står högt på agendan när samhället försöker motverka klimatförändringarna. Mot bakgrund av denna utveckling fokuserar vi på hur pass aktivt rederierna arbetar med klimatutmaningar och undersöker huruvida de är förberedda på exempelvis en klimatlagstiftning som går snabbare framåt än väntat.*

*Anders Grønning*



Klimatutmaningarna är en naturlig del av Anders Grønnings dialog med rederierna eftersom de är viktiga för att kunna bedöma om bolagen inom sjöfartsbranschen också fortsättningsvis är attraktiva investeringar. Fokus ligger både på hur rederierna hanterar befintlig klimatlagstiftning och, lika viktigt, hur de förbereder sin verksamhet för framtiden.

#### **Tydlig strategi är av avgörande betydelse**

Med den globala övergången mot en grönare ekonomi, är det ur ett ekonomiskt perspektiv viktigt att rederierna har en strategi för att vara mer energieffektiva och minska koldioxidutsläppen. Anders Grønning har tillsammans med andra investerare haft fokus på detta under flera år och han har bland annat pratat med det tyskbaserade företaget Hapag-Lloyd och det franskbaserade företaget CMA CGM.

”Det har varit en allmän osäkerhet inom branschen vad avser företagets arbete med att få befintliga fartyg att uppfylla de nya bränslekraven. Nyckeln till vår dialog är att utvärdera klimatutmaningarna tillsammans med de ekonomiska aspekterna. Om vi inte är övertygade om att rederiets nuvarande strategi hanterar klimatutmaningarna i tillräcklig utsträckning, kan det innebära betydande finansiella risker för oss som investerare och i slutändan påverka avkastningen för våra kunder på ett negativt sätt”, säger Anders Grønning.

För rederierna finns det i princip tre sätt att se till att befintliga fartyg uppfyller den nya lagstiftningen. De kan 1)

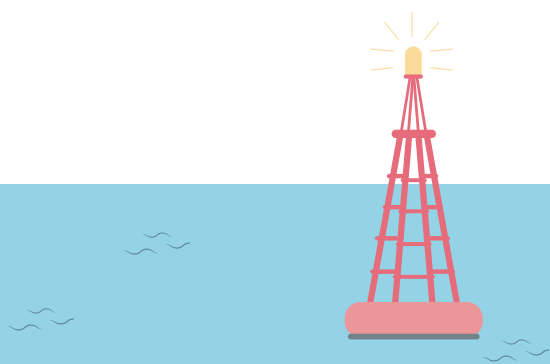
installera s.k. scrubbers som reducerar svavlet i traditionellt bränsle till de tillåtna gränsvärdena, 2) använda en ny typ av bränsle med en svavelhalt som uppfyller ny lagstiftning eller 3) installera LNG-teknik som använder flytande naturgas som drivmedel. I samband med Anders Grønnings dialoger med både Hapag-Lloyd och CMA CGM har bolagen presenterat en strategi för vilka klimatlösningar som ur ett finansiellt perspektiv skulle vara bäst lämpade för respektive bolags fartygsflotta.

”Jag har haft en konstruktiv dialog med rederierna under en längre tid och de har gjort framsteg, bland annat genom att lansera klimatstrategier där de använder en kombination av scrubbers och bränsle med lägre svavelnivåer. Särskilt Hapag-Lloyd har höga ambitioner och man är det första rederiet som har som mål att installera LNG-teknik i upp till tio befintliga fartyg. Det här är en dyr investering, men det kommer att ge dem konkurrensfördelar, dels i form av bättre bränsleekonomi men också genom att vara bättre förberedda på ännu strängare bestämmelser som förväntas komma i framtiden”, säger Anders Grønning och betonar att rederierna idag har en större förståelse för klimatfrågan, både dess risker och möjligheter.

#### **En positiv påverkan genom dialog**

Normalt träffar Anders Grønning företagen ett par gånger om året vid konferenser eller genom personliga möten och ofta är det med representanter för ledningsgruppen. Anders Grønning förklarar att det är en klar fördel att träffa ledningen eftersom han då får möjlighet att föra en djupare dialog om företagets klimatstrategier.

”Det finns en växande medvetenhet och engagemang bland





*Det finns en växande medvetenhet och engagemang bland professionella investerare, aktieägare och kunder kring klimatfrågor. Jag kan vara en del av detta engagemang genom att ur ett investeringsperspektiv aktivt delta i dessa diskussioner om övergången till minskade koldioxidutsläpp och därigenom påverka företagen så att de använder klimatagendan som en katalysator för att skapa långsiktigt hållbar tillväxt.*

*Anders Grønning*

professionella investerare, aktieägare och kunder kring klimatfrågor. Jag kan vara en del av detta engagemang genom att ur ett investeringsperspektiv aktivt delta i dessa diskussioner om övergången till minskade koldioxidutsläpp och därigenom påverka företagen så att de använder klimatagendan som en katalysator för att skapa långsiktigt hållbar tillväxt.”

#### **Innovation kan ge konkurrensfördelar**

Internationella sjöfartsorganisationen (IMO) som reglerar sjöfartsbranschen, har satt upp ett mål att i förhållande till 2008 års nivåer minska sektorns koldioxidutsläpp med 50 procent fram till 2050. Målet stakar med andra ord ut riktningen för vad sektorn kan förvänta sig av regleringar framöver.

”Klimatfrågan kommer att utgöra en allt större del av vår dialog med rederierna och särskilt om hur de kan uppnå konkurrensfördelar genom att investera i teknik som är effektiv och minskar koldioxidutsläppen. Fartygen används normalt sett i 20 till 25 år så det är viktigt med långsiktig planering och att utveckla och använda teknik som gör

att fartygen uppfyller framtida regler och blir ekonomiskt lönsamma”, säger Anders Grønning.

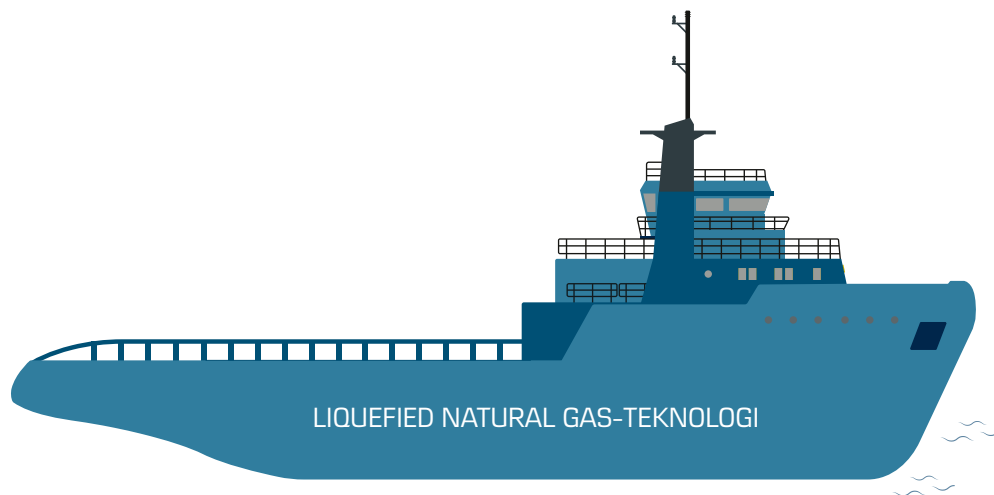
Som exempel har Anders Grønning och andra investerare diskuterat elektrifiering och grönare alternativ med det danska rederiet DFDS. Förra året tillkännagav DFDS att färjorna skulle använda el från förnybara energikällor när de ligger i Oslos hamn, istället för att använda el som genereras av de egna dieselmotorerna. DFDS har dessutom investerat i ett nystartat projekt för biobränslen så att man kan testa och utveckla kommersiella biobränslelösningar.

#### **Ambition som driver branschen framåt**

Danska Maersk har ett ännu större innovationsbehov. Rederiet har satt upp branschens mest ambitiösa klimatmål: att vara koldioxidneutralt år 2050. För att inte fartygen ska drivas med traditionella bränsletyper efter 2050 måste Maersk ha ny teknik i de fartyg som levereras till dem redan från år 2030. Det krävs helt ny teknik och nya bränsletyper för att Maersk ska uppnå sitt klimatmål och alkohol, biometan och ammoniak framstår just nu som de bästa framtida alternativen till bunkeroljan. Genom sitt







kilmatmål bidrar Maersk till att påskynda utvecklingen av ny klimatvänlig teknik och det kommer att höja ribban för hela branschen.

Som en del av Anders Grønnings arbete med att höja sjöfartsbranschens klimatambitioner i allmänhet, använder han sina lärdomar från Maersks strategi och hantering av de ekonomiska aspekterna vid omvandlingen, när han samtalar med andra rederier.

#### Banksektorn sätter också press

Klimatkraven skärps inte bara av myndigheterna utan även bankerna börjar ställa krav. Under 2019 lanserades Poseidon-principerna av ett antal banker, däribland Danske Bank. Dessa principer innebär att rederiernas klimatstrategi får en nyckelroll när bankerna beslutar om man ska bevilja lån för ett nytt fartyg eller ej. Syftet med principerna är att skapa ytterligare incitament för branschen att minska sina koldioxidutsläpp.

”Kort sagt är de rederier som transformerar sin verksamhet till en koldioxidneutral ekonomi, också de bästa investeringarna på lång sikt. Det här kommer att kräva en omfördelning av resurser till ny teknik och innovation och vi kommer att vara mycket fokuserade på detta i våra dialoger med rederierna under de kommande åren. Ur vårt perspektiv handlar det om att rederierna ska ligga i framkant av utvecklingen och positionera sig för en ny verklighet, så att de kan fortsätta att generera attraktiv riskjusterad avkastning till våra kunder”, avslutar Anders Grønning.

## LNG-drivna fartyg

Flytande naturgas (på engelska liquefied natural gas – LNG) består huvudsakligen av metan och pumpas upp från jordens kärna varefter det kyls ner till flytande form (-162° Celsius). LNG innebär flera viktiga fördelar för shippingbolag, särskilt sett i ljuset av återkommande åtstramningar av miljö- och klimatregler: renare utsläpp, mindre motorslitage samt lägre kostnader.

### Lägre kostnader

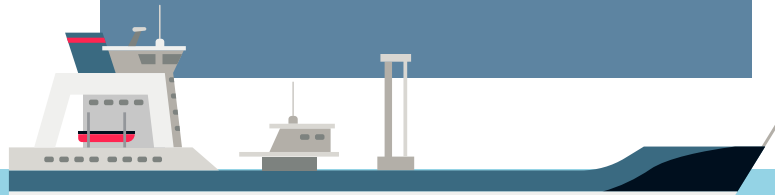


LNG ger bättre lagringsmöjligheter samt renare bränsle, vilket innebär lägre kostnader för motorunderhåll. Dessutom är LNG billigare än vanligt bränsle med lågt svavelinnehåll.

### Positiva klimateffekter



Det finns betydande miljö- och klimatrelaterade fördelar med att använda LNG som bränsle. Jämfört med en dieseldriven förbränningsmotor minskar utsläppen av NOx med ungefär 90 procent när motorn istället drivs av LNG. Koldioxidutsläppen är runt 20-25 procent lägre på grund av det lägre kolinnehållet. Dessutom är LNG i stort sett fritt från svavel vilket gör att det lever upp till ytterligare åtstramningar som förväntas på detta område framöver.





*Inför årsstämmorna diskuterar vi de mest relevanta ämnena och delger våra synpunkter i dialoger direkt med företagen. Detta är viktigt för att kalibrera åsikter och förväntningar, och bidrar till att vårt sätt att rösta kan stödja en positiv utveckling för bolagen.*

*Rami Hakola, chef för finska aktieförvaltningen*

# Aktivt ägarskap genom röstning



Vi utnyttjar vår rätt och för fram våra åsikter vid bolagsstämmor. Vårt mål är att stödja en positiv utveckling i de företag vi investerar i, för att därigenom öka det långsiktiga värdeskapandet. Vi röstar främst på stämmorna i nordiska och europeiska bolag, där vi har större innehav.

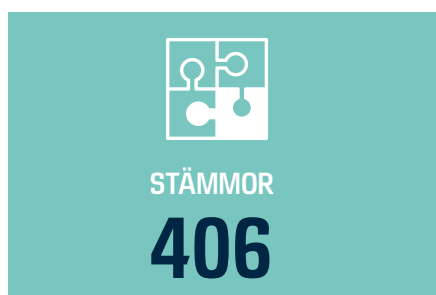
Vi röstar på en lång rad förslag från både ledning och aktieägare. En majoritet av dessa relaterar sig till bolagsstyrning, godkännande av styrelseledamöter, rapporter & redovisning, incitamentsstrukturer, kapitaltilldelning, omorganisationer och fusioner. Våra

portföljförvaltare fattar beslut genom att tillämpa vår röstnings-policy och har tillgång till intern och extern expertis för att förstå det enskilda bolagets styrning och mekanismer. Om det inte finns tillräcklig information eller underlag i en viss fråga, kan vi välja att avstå ifrån att rösta.

Vi röstar allt som oftast för förslagen eftersom vi oftast har en dialog med företagsledningen inför årsstämman. Vi är transparenta och vi offentliggör hur vi röstar på [danskebank.com/sustainable-investment](https://danskebank.com/sustainable-investment)

# Röstning under 2019

År 2019 röstade vi på/i:



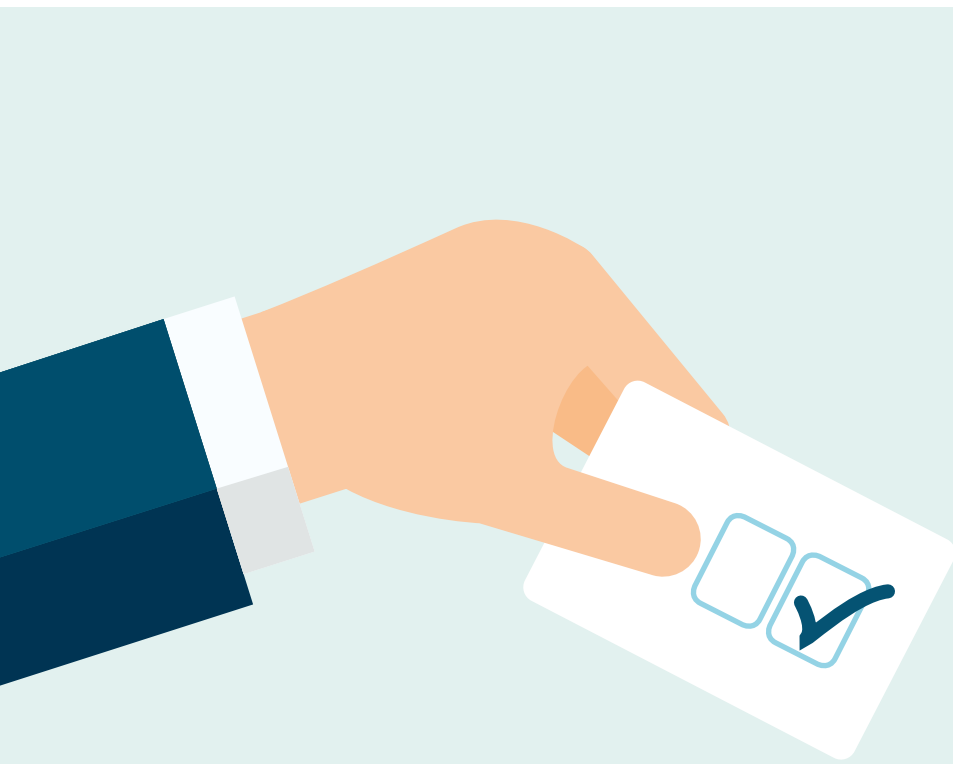
313 under 2018.



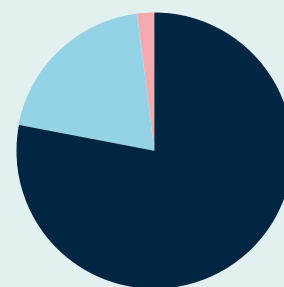
22 under 2018.



4 627 under 2018.



Majoriteten av stämmorna var årsstämmor



- Årsstämma
- Extrastämma
- Årsstämma/Extrastämma/  
Court meeting

Läs mer om hur vi röstade i vår "Active Ownership Report" på [danskebank.com/sustainable-investment](https://www.danskebank.com/sustainable-investment)

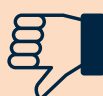


## Vi röstade främst FÖR förslagen

5 796 förslag



FÖR  
**95,5 %**

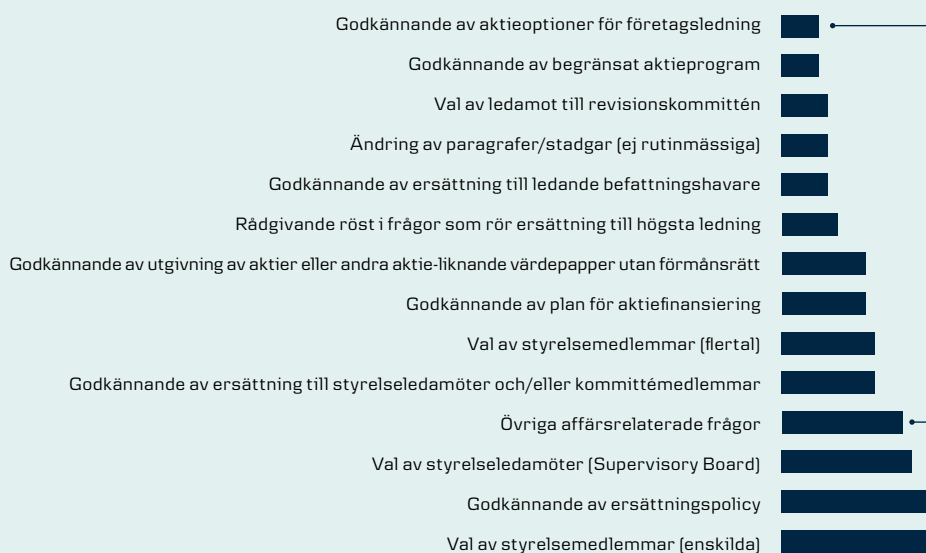


MOT  
**2,7 %**



NEDLAGD RÖST  
**1,8 %**

## De vanligaste frågorna där vi röstade mot ledningens rekommendationer



Betänkligheter med styrelsens förslag att betala en extra utdelning till företagsledningen gjorde att vi röstade emot. Kopplingen mellan aktieägarintresset och företagsledningen var i sammanhanget svagt, inte minst då det saknades ett tak för hur stor den extraordinära utdelningen kunde bli.

Vi röstade mot ett förslag som gav styrelsen rätt att tillsätta lediga styrelseplatser. Vi anser att det är årsstämman som väljer nya styrelseledamöter och inte styrelsen, vilket är i enlighet med vårt aktieägarfokus.

I ett fall röstade vi emot att välja in ett företags verkställande direktör i styrelsen eftersom vi ansåg att det kunde få negativa konsekvenser för bolagsstyrningen i stort samt äventyra styrelsens oberoende.



# Rimliga ersättningspaket för styrelseledamöter

Lämpliga ersättningsnivåer för bolagsstyrelser samt sunda ekonomiska incitament för enskilda styrelseledamöter. Detta är två mycket viktiga indikatorer på hur pass hälsosamt ett företag är, säger portföljförvaltaren Jesper Neergaard Pöll, och har därför dessa perspektiv högt på sin agenda när han investerar i danska aktier.



## Aktie- och teckningsoptioner



En aktieoption innebär en rätt att köpa en existerande aktie till ett förutbestämt pris under ett förutbestämt tidsintervall. En teckningsoption ger innehavaren rätten att köpa aktier i bolaget utgivna vid ett framtida tillfälle till ett förutbestämt pris.



*Styrelseledamöternas ersättning eller arvode bör naturligtvis återspegla ansvar, konkurrenssituation och värdeskapandet i företaget. Det kan variera beroende på sektor och marknad, men fokus ska ligga på att ha en rimlig ersättningsnivå för styrelsen som också gör det attraktivt för internationell kompetens att bidra till utvecklingen av företagen.*

*Jesper Neergaard Poll*



Konkurrenskraftig ersättning och attraktiva bonusstrukturer används ofta som verktyg av företag som önskar attrahera och behålla rätt kompetens i sina styrelser. Men hur ska företagen strukturera ersättningspaketen så att de är i företagets bästa intresse och samtidigt attraktiva ur ett internationellt perspektiv? Denna fråga är mycket viktig för Jesper Neergaard Poll när han diskuterar ersättningsstrukturer och incitamentsprogram med företag. Jesper Poll Neergaard är chefsportföljförvaltare på Danske Bank där han ansvarar för investering i danska aktier. Hans uppfattning är att det måste finnas en rimlig koppling mellan ersättningspaketet och det värde som skapas i företaget.

”Styrelseledamöternas ersättning eller arvode bör naturligtvis återspegla ansvar, konkurrenssituation och värdeskapandet i företaget. Det kan variera beroende på sektor och marknad, men fokus ska ligga på att ha en rimlig ersättningsnivå för styrelsen som också gör det attraktivt för internationell kompetens att bidra till utvecklingen av företagen”, säger Jesper Neergaard Poll.

Genom sitt fokus på danska aktier är Jesper Polls utgångspunkt den nordiska kulturen som inte har den typ av ersättningsnivåer som finns i till exempel Storbritannien eller USA. Styrelseledamöter i dessa länder har möjlighet att tjäna enorma summor om företagen når vissa på förhand definierade mål. Som utgångspunkt föredrar Jesper Poll den nordiska modellen som vanligtvis innebär ett fast arvode till styrelseledamöterna för att därigenom undvika ekonomiska

intressen eller incitament som är kopplade till ett företags finansiella mål eller aktiekurs vid en viss tidpunkt.

”En tydlig skillnad och uppdelning av ansvar mellan styrelse och företagets ledningsgrupp är viktig, liksom styrelsens förmåga att agera som ett oberoende bollplank. Enkelt uttryckt, det uppstår problem om en styrelseledamot har ett personligt ekonomiskt incitament i företaget då det kan leda till att man tar större risker för att uppnå kortsiktiga mål. Detta kan skada företaget på lång sikt och vi försöker undvika sådana strukturer. Vår uppfattning är faktiskt att en av styrelsens huvuduppgifter är att utöva tillsyn av och kontrollera ledningsgruppen och se till att man inte tar några onödiga risker eller fokuserar på kortsiktiga vinster”, säger Jesper Neergaard Poll.

#### **Bioteknik: När kulturer kolliderar**

Jesper Neergaard Poll diskuterar regelbundet ersättningsstrukturen för styrelserna i bioteknik- och läkemedelsföretag som ofta konkurrerar internationellt för att locka rätt kompetens till sina styrelser.

Bioteknikföretagen har ofta inga produkter på marknaden och de investerar huvuddelen av sitt kassaflöde i forskning och produktutveckling, vilket påverkar styrelsens ersättningspaket. Styrelseledamöterna i dessa bolag får därför vanligtvis ett relativt lågt fast arvode, men har incitamentsprogram som belönar dem ekonomiskt om företaget lyckas lansera framgångsrika produkter på marknaden.

## **Aktie- och teckningsoptioner i styrelsesammanhang**



Tilldelning av aktie- eller teckningsoptioner till styrelsemedlemmar kan potentiellt medverka till osunda incitamentsstrukturer då styrelsemedlemmarna personligen kan tjäna på att företaget påtar sig stora risker, eftersom detta i sin tur kan driva på prisutvecklingen på de tilldelade optionerna. Det kan medföra att medlemmarna inte agerar med företagets långsiktiga intresse för ögonen och därmed inte tillvaratar sin uppgift att på rätt sätt löpande utvärdera bolagets ledning.



Under många år har det varit praxis att dela ut teckningsoptioner till styrelsen, vilket ger dem rätt att i framtiden köpa aktier i företaget till ett förutbestämt pris. I syfte att driva på aktiekursen och därmed värdet av sina optioner kan styrelsen då låta företagsledningen ta större risker. Det kan leda till att styrelsen åsidosätter företagets långsiktiga intressen eller inte gör nödvändiga kontroller av det dagliga ledningsarbetet. Jesper Neergaard Poll har kritiserat användningen av optioner och har på bolagsstämmorna röstat mot ersättningspaket till styrelser som innehåller sådana. Tillsammans med andra investerare har Jesper Poll dessutom haft en dialog med ett antal bioteknikföretag om att ändra denna praxis och har bidragit till att bland annat de danska bioteknikföretagen Genmab och Bavarian Nordic har valt att avskaffa teckningsoptionerna för sina styrelser.

”Vi har haft en konstruktiv dialog med styrelserna om utformningen av de framtida ersättningsstrukturerna. Med andra ord har jag genom dialog och diskussion bidragit till en förändring av företagets inställning och ersättningsstruktur”, säger Jesper Neergaard Poll.

#### **Det behövs tydliga riktlinjer**

På senare tid har det blivit allt vanligare att det är aktietilldelningar som utgör en del av styrelsens ersättningspaket och strukturen för sådana aktieprogram är något som Jesper Neergaard Poll diskuterar med bland annat danska Orphazyme.

”För Orphazyme är det viktigt att ha internationell specialistkompetens i styrelsen för att underlätta forskning och produktutveckling. I likhet med till exempel Bavarian Nordic är den här typen av styrelseledamöter ofta vana att

### **Aktietilldelningsprogram**



Ett aktietilldelningsprogram i exempelvis styrelsesammanhang innebär tilldelning av existerande aktier eller andra instrument med samma egenskaper som aktier



*Naturligtvis måste vi förstå den marknad som företagen konkurrerar på, men samtidigt måste vi se till att styrelsens ekonomiska incitament är lämpliga och gynnar företaget på lång sikt. Jag kommer att fortsätta diskutera detta med Orphazyme och sätta press på dem att införa tydliga tilldelningskriterier.*

*Jesper Neergaard Poll*

få ett incitamentsprogram baserat på aktier eller optioner, vilket är ett dilemma. Å ena sidan vill vi att företaget ska ha rätt styrelsesammansättning, men å andra sidan vill vi inte förlora styrelsens roll som tillsyns- och kontrollorgan för företagsledningen”, säger Jesper Neergaard Poll.

Jesper Poll föredrar fasta styrelsearvoden utan något incitamentsprogram, men inom biotekniksektorn används incitamentsprogram för att locka till sig rätt internationell kompetens. Jesper Poll är tydlig med att han föredrar ett aktieprogram framför aktie- eller teckningsoptioner. Med aktier finns det en mer direkt koppling mellan företagets resultat och den potentiella förlusten eller vinsten för styrelseledamöterna, vilket innebär att aktier på ett bättre sätt understödjer styrelsens roll som tillsyns- och kontrollorgan för ledningen. Det krävs dock tydliga riktlinjer för att styra tilldelningen av aktier och de bör vara oberoende av företagets kortsiktiga resultatmål.

Potentiella negativa konsekvenser för aktieägarna  
”I Orphazymes fall är det oklart när och på vilka villkor styrelsen kan tilldelas aktier vilket i sin tur kan underminera deras arbete med att kontrollera företagsledningen”, säger Jesper Neergaard Poll.

Han har tillsammans med andra investerare tagit upp frågan med företaget och har entydigt sagt att aktieprogrammet kräver tydligt definierade kriterier. Riktlinjerna ändrades inte och därför röstade han inte för styrelsens ersättningspaket vid årsstämman 2019.

”Naturligtvis måste vi förstå den marknad som företagen konkurrerar på, men samtidigt måste vi se till att styrelsens ekonomiska incitament är lämpliga och gynnar företaget

på lång sikt. Jag kommer att fortsätta diskutera detta med Orphazyme och sätta press på dem att införa tydliga tilldelningskriterier”, säger Jesper Neergaard Poll.

Han understryker att det kommer att ta tid att påverka Orphazyme och att han under processen kommer att använda sin erfarenhet från tidigare dialoger.

#### **Förespråkar fasta arvoden**

Jesper Neergaard Poll och andra investerare har också löpande diskuterat fasta styrelsearvoden med den danska bryggerijätten Carlsberg. Särskilt ordförandens arvode har varit i fokus eftersom arvodet har varit nästan dubbelt så högt som det danska genomsnittet. Jesper Neergaard Poll valde därför att rösta mot arvodet vid senaste årsstämman.

”Ersättningspaketen måste vara rimliga och motsvara företagets komplexitet och värdeskapande. Samtidigt bör ersättningsnivåerna stå i proportion till hur det ser ut Norden”, säger Jesper Neergaard Poll.

Han uppmanade Carlsberg att åtminstone inte höja styrelseordförandens arvode och argumenterade för att de fortfarande kunde behålla eller locka till sig en kompetent styrelseordförande med befintlig arvodesnivå. I samarbete med andra investerare har Jesper Neergaard Poll lyckats få Carlsberg att hålla styrelseordförande arvode på oförändrad nivå sedan 2017. Jesper Neergaard Poll kommer att fortsätta att följa ersättningsnivåerna för Carlsbergs styrelse och sätta ytterligare fokus på frågan om Carlsberg lägger fram förslag om att höja arvoden på den kommande årsstämman.

## **Aktietilldelningsprogram i styrelsesammanhang**



Genom tilldelning av aktier till styrelsemedlemmar skapas inte samma incitament till potentiellt osunt risktagande jämfört med exempelvis aktieoptioner. Styrelsen är genom programmet delägare i bolaget och värdet av aktierna har en direkt koppling till företagets väl och ve samtidigt som styrelsens roll som kontrollorgan upprätthålls på ett bättre sätt jämfört med ett optionsprogram.

Denna publikation har tagits fram som markandsföringsmaterial av Wealth Management – en enhet inom Danske Bank A/S (Danske Bank). Danske Bank står under tillsyn av danska Finanstilsynet.

Publikationen har sammanställts enbart i syfte att utgöra informationsmaterial och den ska inte anses utgöra någon form av juridisk, skatte- eller finansiell rådgivning. Publikationen är inte avsedd som ett erbjudande eller råd att köpa eller sälja finansiella instrument, även innefattande finansiella instrument förmedlade av tredje part. Läsaren måste själv ha konsulterat sin rådgivare vad avser legala, skattemässiga, finansiella och andra frågor för att bedöma om en investering är lämplig eller passande för denne.

Danske Bank kan ha ett finansiellt intresse i att distribuera denna publikation. Danske Bank (agerande för egen räkning eller för kunds räkning), dess koncernbolag eller personal, kan tillhandahålla tjänster till, lämna rådgivning om, hålla positioner, både långa och korta, i eller på annat sätt äga intressen i investeringar, inklusive derivat, i emittenter omnämnda i publikationen.

Även om skäligen åtgärder vidtagits för att tillförsäkra att innehållet i denna publikation är riktigt, rättvisande och inte vilseledande, svarar banken inte för innehållets riktighet eller för dess fullständighet. Banken påtar sig inget ansvar för förlust eller annan skada som uppkommer till följd av att mottagaren förlitat sig på innehållet. Banken påtar sig heller inget ansvar för riktigheten eller fullständigheten av någon information tillhandahållen från tredje part, som erhållits från källor som bedömts tillförlitliga, men som inte har verifierats av en oberoende part.

All information och uttryckta åsikter och omdömen i denna publikation är inte avsedd för att distribueras eller användas av någon i en jurisdiktion eller land där sådan distribution eller användning skulle strida mot gällande lag.

Copyright © Danske Bank A/S. Alla rättigheter är reserverade för banken. Publikationen är skyddad av copyright och får inte mångfaldigas helt eller delvis utan tillstånd.