



GÖTEBORGS UNIVERSITET  
HANDELSHÖGSKOLAN

## Etisk Urvalsprocess

*Hur ser urvalsprocessen ut när kapitalförvaltare ska konstruera en  
etisk placeringsprodukt?*

Kandidatuppsats i Uthålligt företagande  
Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet  
Vårterminen 2015

*Författare*

Jennifer Stensson 930425-

---

Sofia Nyström 920122-

*Handledare*

Jon Williamsson

## **Tack!**

Författarna är nöjda med studiens utförande. De vill tacka studiens informanter för deras välvilja samt för deras medverkan. Utan dem hade studien inte nått samma legitimitet och reliabilitet.

Ett varmt tack riktar författarna också till deras handledare Jon Williamsson för hans hjälp och råd på vägen. Även värda att nämna är författarnas nära och kära som hjälpt till med korrekturläsning och stöttning.

Med vänliga hälsningar,

*Författarna*

-----  
Jennifer Stensson

-----  
Sofia Nyström

## **Abstract**

The demand for responsible products has reached the global financial sector and thereby the Swedish financial market. The demand for responsible investment products first came from the Swedish church. Their requirements for the businesses they were investing in have today become the foundation of the Swedish ethical financial market. Since then, the ethics in organizations has become a well-explored area and international standards are continuously restricting the market further. Though, the definition of ethics is still free for interpretation and this because of the by law not regulated assortment process of an ethical investment product.

This study aims to chart the process of creating ethical investment products. In the report, the writers deal with the problems of a non-formal definition of ethics and the non-regulated assortment processes of constructing the ethical investment products. Due to factors like time and budget the writers could not investigate the global market. Subsequently, the definition of ethics is restricted to Swedish perceptions.

Asset managing organizations have been influencing each other and taken industry standards into account, when deciding about their ethical assortment. They do not try to define ethics for everyone, but rather promote the ethical definition that fits their customers.

Expectations about variations of the processes were not supported by the result of the report. Factors, like legitimacy and industry standards, have affected the Swedish asset managing organizations to practically use the same ethical assortment process. This report will therefore provide a better understanding of the asset managers processes when creating ethical investment products.

**Keywords:** Etics, assortment process, Screening, Social Responsible Investments

## **Sammanfattning**

Efterfrågan för ansvarsfulla placeringsprodukter har nått den globala kapitalmarknaden och nu även den Svenska. Här väcktes efterfrågan på ansvarsfulla placeringsprodukter av den Svenska kyrkan. De presenterade etiska krav som än idag används på den svenska etiska kapitalmarknaden. Sedan dess har organisationers etiska hänsyn blivit ett väl utforskat område, och såväl nationella som internationella etiska standarder och normer påverkar ständigt skapandet och utformningen av etiska placeringsprodukter. Trots det är den etiska definitionen fri att tolka för alla marknadsaktörer.

Denna studie ämnar kartlägga de etiska urvalsprocesserna utvalda svenska förvaltare använder vid skapandet av etiska placeringsprodukter. Författarna berör och hanterar problematiken rörande avsaknaden av en definition av etik och en lagligt reglerad etisk urvalsprocess. En avgränsning för studien är att endast svenska förvaltare kartlagts, vilket leder till att endast den svenska uppfattningen av etik hanteras.

Studiens resultat gav inte stöd åt författarnas förväntningar att finna skillnader i olika förvaltares urvalsprocesser. Legitimitet och branschnormer är några av de bidragande faktorerna som påverkat förvaltare till att använda sig av liknande etiska urvalsprocesser. Studien bidrar därför med en förståelse för förvaltarnas urvalsprocess vid skapandet av etiska placeringsprodukter.

**Nyckelord:** Etik, Urvalsprocess, Screening, Social Responsible Investment

## **Ordförklaring och Definieringar**

**Normbaserad screening** - Screeningmetod som innebär att förvaltarna säkerställer att de potentiella innehavsbolagen följer internationella principer och konventioner (Tomas Henrics, 20150420).

**Positiv screening** - Screeningmetod som innebär att förvaltarna går igenom de potentiella innehavsföretagens arbete inom miljö, samhälle och *bolagsstyrning* (Reich et al., 2001).

**Negativ screening** - Screeningmetod som innebär att förvaltarna exkluderar de potentiella innehavsföretagens som strider mot förvaltarens exkluderande kriterier (Reich et al., 2001).

**ENF** - Etiska nämnden för fondmarknadsföring. Nämnd som sätter krav på vad placeringsprodukter måste uppfylla för att få marknadsföras som etiska (ENF, 2004).

**Univers** - En lista på potentiella och befintliga innehavsföretag som sammanställs genom urvalsprocesser och används av förvaltarna (Tomas Henrics, 20150420).

**OECD** - The Organization for Economic Co-operation and Development, översatt; Organisationen för ekonomiskt samarbete och utveckling. Tio principer skrivna för multinationella företag för hur de ska följa och inkludera ESG-kriterier i sin verksamhet (OECD, 2008).

**PRI** - Principles for Responsible Investments, översatt; Principer för Ansvarsfulla Investeringar. Sex principer utgivna av FN för att påverka den etiska kapitalmarknaden (Unpri, 2015).

**Global Compact** - tio principer som behandlar ansvarsfullhet i multinationella företags verksamhet och är utgiven av FN (Unglobalcompact, 2015).

**SWOT-Analys** – På engelska Strengths, Weaknesses, Opportunities and Threats. En omvärldsanalys för att finna ett företags styrkor, svagheter, möjligheter och hot.

**Etiska Placeringsprodukter** - Samlingsord som används konsekvent genom denna studie för

att beskriva de produkter som skapas genom en etisk urvalsprocess, vilken tar hänsyn till etiska kriterier vid skapandet av produkten. Det syftar till fonder, aktier och olika sammanställningar av dessa.

**Förvaltare** - Innebär i studien det företag som arbetar med kapitalförvaltning, inte personen med denna titel.

**Sparare** – I denna studie syftar sparare på de personer och institut vilka är kunder hos förvaltarbolagen. De som sparar sitt kapital i de placeringsprodukter förvaltarna förvaltar.

**Innehavsföretag** – De företag som ingår i etiska placeringsprodukterna.

## Innehållsförteckning

<b>Tack!</b> .....	<b>2</b>
<b>Abstract</b> .....	<b>3</b>
<b>Sammanfattning</b> .....	<b>4</b>
<b>Ordförklaring och Definieringar</b> .....	<b>5</b>
<b>Innehållsförteckning</b> .....	<b>7</b>
<b>1. Introduktionskapitel</b> .....	<b>9</b>
1.1 Bakgrund.....	9
1.2 Problemdiskussion.....	9
1.2.1 Tidigare forskning.....	11
1.2.2 Orsak till problematik.....	12
1.3 Problemformulering.....	14
1.4 Syfte.....	15
1.5 Avgränsningar.....	15
<b>2. Teoretisk referensram</b> .....	<b>16</b>
2.1 Portföljteorin.....	16
2.1.1 Rationalitetsteorin.....	17
2.1.2 Beslutsteorin.....	17
2.2 Social Responsible Investments, SRI .....	17
2.2.1 Screeningmetoder.....	18
2.2.2 Etiska råd och urvalskriterier.....	19
2.3 Isomorfism .....	20
<b>3. Metoder och Metodval</b> .....	<b>21</b>
3.1 Metodval .....	21
3.2 Databesamling.....	21
3.2.1 Sekundärdata .....	22
3.2.3 Primärdata.....	22
3.3 Metodkritik.....	24
3.3.1 Källkritik.....	25
3.3.1.1 Studiens reliabilitet och validitet .....	26
3.4 Implementering i empiri och analys.....	26
<b>4. Empiri</b> .....	<b>28</b>
4.1 Handelsbanken.....	28
4.2 Swedbank Robur .....	29
4.3 Cliens Kapitalförvaltning AB.....	31
4.4 Öhman.....	32
4.5 KPA Pension.....	33
<b>5. Resultat</b> .....	<b>35</b>
5.1 Sammanställning av empiriskt material.....	35
5.1.1 Presentation av empiriska skillnader.....	35
5.1.1.1 Urvalskriterier .....	35
5.1.1.2 Etiska råd.....	36
5.1.1.3 Screeningmetoder .....	37
<b>6. Analys</b> .....	<b>38</b>
6.1 Resultat och Orsak.....	38
6.1.1 Branschnormer.....	38
6.2 Slutsatser.....	42
6.3 Förslag till vidare forskning.....	43
6.3.1 Är etiska placeringsprodukter etiska? .....	43
6.3.2 internationellt perspektiv och jämförelse.....	43

<b>7. Referenser</b> .....	<b>44</b>
7.1 Artiklar o böcker .....	44
7.2 Elektroniska källor .....	46
7.3 Intervjuer .....	47
<b>8. Appendix</b> .....	<b>48</b>
8.1 Standardiserad intervjumall .....	48
8.2 Global Engagement Service .....	49



## **1. Introduktionskapitel**

---

*I introduktionskapitlet presenteras bakgrund och problemdiskussion, vilka lett fram till den aktuella studiens problemformulering. Vidare presenteras studiens syfte och avgränsningar.*

---

### **1.1 Bakgrund**

Från historien kan ses en växande trend där människor allt mer uppmärksammat skadorna människans levnadssätt åsamkat vår natur och samhällen (Peattie, 2001). Människans naiva levnadssätt har fortgått på grund av okunskap och den begränsade tillgången av information om platser och samhällen utanför det egna. Möjligheten att kommunicera och dela kunskap mellan länderna startade utvecklingen mot en mer globaliserad värld. Utan globaliseringen och den tekniska utvecklingen skulle världens befolkning inte kunna överkonsumera internationella varor på det sätt görs idag (Dobers & Strannegård, 2005). Begreppet globalisering beskriver hur världen blir mindre. Avstånden mellan olika kulturer, politik och finansiella marknader minskar tack vare den teknologiska utvecklingen (jmf. Hellsten & Mallin, 2006).

Att kunna identifiera de resurser olika länder har mycket av gav företag möjlighet att utnyttja dem för att effektivisera den egna verksamheten. Världens population blev mer medveten om andra länder och samhällen, framförallt om skillnaderna mellan dem. Skillnaderna har skapat ett empatiskt ställningstagande för att skydda marknadens svaga aktörer. Det genom att kritiserar stora företag och stater eftersom vissa av dem utnyttjar sociala och ekonomiska resurser samt naturtillgångar, som egentligen inte tillhör dem (Reich et al., 2001). Från att ostört ha genomgått effektivisering av verksamheten på bekostnad av andra, har marknaden utvecklat ett smutskastningssystem där oetiska verksamheter exponeras för samhället (Hellsten & Mallin, 2006). Om företagen inte lever upp till spararnas förväntningar riskerar de att förlora dem till konkurrerande företag som uppfyller intressenternas krav. Därför har de under flera år påtvingats att ta det sociala hänsynstagandet i beaktande (ibid).

### **1.2 Problemdiskussion**

Det är fel att säga att den etiska efterfrågan endast har begränsat företagen, då den också skapat möjligheter. Alla marknader är under kontinuerlig förändring för att kunna

tillfredsställa de nya preferenserna hos intressenterna. Denna förändring behöver inte vara negativ för företagen och deras prestationer. (Hart & Milsten, 2003)

På den svenska kapitalmarknaden har utvecklingen skett under många år. Till en början var det Svenska kyrkan som inte ville investera i branscher som de ansåg oetiska (Tomas Henrics. Cliens, 2015-04-20). Förvaltarna var tvungna att begränsa urvalet till den lista med kriterier kyrkan presenterade för att få förvalta deras kapital. Kyrkan ville bland annat inte investera i branscher med vapen, tobak eller spel. Därför skapades nya placeringsprodukter som tog hänsyn till deras kriterier och idag utgör de grunden i de svenska förvaltarnas etiska placeringsprodukter (Svenskakyrkan, 2015).

Hos kapitalförvaltningsföretag (benämns fortsatt i studien som förvaltare) är det idag vanligt att etiskt ansvarstagande tas för miljö, samhälle, korruption och arbetsförhållanden för anställda. Precis som i andra branscher har samhällets medvetenhet påverkat förvaltarna till att implementera en ansvarstagande verksamhet (CSR<sup>1</sup>) för att kunna profilera sig som en ansvarstagande organisation (jmf. Shepers & Sethi, 2003). Konsekvensen av att möta spararens individuella uppfattning om en etisk verksamhet, samt ta hänsyn till riskbenägenhet och avkastningskrav, resulterade i etiska placeringsprodukter (Kreander et al., 2005). Den etiska kapitalmarknaden var en reaktion på marknadens efterfråga. Vetskapen om spararnas förväntningar och efterfrågan, blev nyckeln till försäljning. Den kunskapen gjorde att kapitalförvaltare tog steget mot att driva en mer etisk verksamhet (jmf. Hellsten & Mallin, 2006). Hanteringen av etiska placeringsprodukter startade tidigt men det var först efter femtiotalet de uppmärksammades i den bemärkelse de gör idag (Carrol, 1999).

Utvecklingen till att företag ville framstå som etiska var inte problemfri och den pågår än idag. Den tekniska utvecklingen gjorde det möjligt för alla att ta del av information rörande ett företags verksamhet, oavsett var de befann sig i världen (jmf. Hellsten & Mallin, 2006). Detta möjliggjorde upptäckterna under senare delen av 1980-talet som visade att företag inte var så etiskt ansvarsfulla som de påstod sig vara (Peattie, 2001). Som tidigare nämnt kan företagets ekonomiska vinning skadas om CSR-arbete inte tas på allvar (Hellsten & Mallin, 2006)

---

<sup>1</sup> Corporate Social Responsibility

Det finns ett flertal exempel på varför förvaltare bör granska företags etiska verksamhet. Förvaltarna är beroende av att innehavsföretag når upp till de etiska krav förvaltarna säger att deras placeringsprodukter gör. Det räcker alltså inte att förvaltarna själva agerar etiskt utan de lovar även spararen att innehavsföretagen gör detsamma. Ett aktuellt fall är upptäckten av barnarbete hos underleverantörer till ett företag i Pakistan som ägs av Stora Enso (KPA.se:1, 2015). Barnarbete är enligt majoriteten inte etiskt korrekt och vid denna upptäckt var det många förvaltare som tvingades agera. Då Stora Enso var ett innehavsföretag hos många förvaltares etiska placeringsprodukter, kunde de inte ignorera upptäckten och fortsätta marknadsföra produkterna som etiskt ansvarsfulla (Eva Axelsson, KPA, 2015-04-21).

Det är viktigt att innehaven i en etisk placeringsprodukt verkligen agerar etiskt, och det är upp till förvaltarna att säkerställa det. Som denna studie ämnar förklara görs det genom en urvalsprocess. Urvalsprocessen genomförs stegvis, där de olika stegen representerar aktiviteter som skall resultera i en lista på företag som uppnår specifikt uppsatta etiska kriterier. Urvalsprocessen innehåller såväl processen att välja etiska kriterier som att analysera potentiella innehavsföretags etiska arbete och finansiella status, vid skapandet av den finansiella produkten (Reich et al., 2001).

### *1.2.1 Tidigare forskning*

Den traditionella kapitalförvaltningen jämför företag utifrån risk och avkastning, men den etiskt hänsynstagande förvaltaren jämför också företagens arbete inom miljö, sociala hänsynstaganden samt bolagsstyrning (ESG<sup>2</sup>) kriterier. Det finns teorier om att det inte efterfrågats etiska placeringsprodukter med motiveringen att det etiska hänsynstagandet försämrar produktens avkastning och risk. Först på senare år har de etiska placeringsprodukterna påvisats öka i antalet (Kreander et al. 2005) och anledningen är inte bara den ökade medvetenheten på marknaden. Det har bevisats att det inte finns någon signifikant skillnad på de finansiella prestationerna mellan en traditionell och en etisk placeringsprodukt (ibid), vilket har bidragit till det ökade antalet etiska placeringsprodukter samt efterfrågan på dem. Ytterligare är Domini och Kinders (1986) "Ethical Investing – How to make profitable investments without sacrificing your principles", Millers (1991) "Socially responsible investing – How to invest with your conscience", Harringtons (1992) "Investing with your conscience – How to achieve high returns using socially responsible investing",

---

<sup>2</sup> Environment, Social and Governance

Dominis (2001) Socially Responsible Investing - Making a Difference and Making Money och Fehrenbachers (2001) "Put your money where your morals are – A guide to values-based investing" några få exempel på hur samhället under lång tid uppmärksammas på de etiska placeringarna, och hur avkastningskraven går att matcha med kundens riskbenägenhet och etiska krav. Då sparare inte behöver välja mellan avkastning, risk eller etik, kan de spara i en etisk placeringsprodukt oavsett om det är etiska eller finansiella krav som är den huvudsakliga drivkraften.

Flertalet studier har kommit att rikta in sig på det etiska begreppet i en etisk placeringsprodukt, istället för det finansiella. Problematiken dessa studier berör är frågan om en etisk placeringsprodukt är etisk eller inte. Studierna har resulterat i att den etiska definieringen är för subjektiv och förändras för mycket för att med säkerhet kunna säkerställa att placeringen för alla anses som etisk. (Cajbrandt et al. 2008; Sandberg, 2007) Det har istället blivit en diskussion om hur en förvaltare väljer att definiera etik i de egna placeringsprodukterna och hur de uppnår deras egenuppsatta etiska kriterier (Cajbrandt et al., 2008). Mer eller mindre har det slutgiltiga resultatet, i och med den subjektiva betydelsen av etik, blivit att författarna hänvisar till förvaltarna och deras etiska ställningstaganden (Cajbrandt et al., 2008; Sandberg, 2007).

### *1.2.2 Orsak till problematik*

Med etik avses den teoretiska formuleringen av vad som är rätt i praktiskt handlande. Det avspeglar inte bara vad som är korrekt enligt lag utan även handlingar som inte styrs av dessa ramar. I Svenska akademiska ordlistan jämföras etik med sedelära och definieras som "vetenskapen om sedligt gott och ont" och vidare definieras sedlighet som en "folkgrupps förhållande till moral" (SAOL, 1986). Det belyser att värderingen av etik skiljer sig mellan olika individer, präglade av olika bakgrund och kultur. Från definitionen härleds också att etiska värderingar påverkas av yttre förhållanden under individens uppväxt och i samspel med utvecklingen av dennes värderingar. Etiska värderingar är alltså personliga och skiljer sig mellan individer.

Marknaden för etiska placeringsprodukter har länge varit oreglerad, på grund av problematiken att fastställa en vedertagen och allmängiltig definition av etik. Etik är såväl relativt som subjektivt och förändras över tid, vilket gör att bedömningen av vad som är etiskt

görs av den enskilde från fall till fall (ENF, 2004). En till namnet identisk produkt, etisk placering, kan utan en regelmässig definition av etik ha skilda innebörder. Utan en klar definition av etik och en reglering av urvalsprocessen blir det problematiskt att ta fram etiska placeringsprodukter. På kapitalmarknaden är det de enskilda förvaltarna som bestämmer vilka etiska hänsynstagande de ska ta i beaktning och hur de ska genomföra sin urvalsprocess, vid konstruktionen av sina etiska placeringsprodukter. Förvaltarna ställs inför problematiken att finna en definition av etik som verkligen är etisk. Frågan rörande objektivitet blir högst aktuell då definitionen ska tillfredsställa så många som möjligt.

Avsaknaden av regelmässiga restriktioner har lett till att erkända organisationer och institutioner försökt styra denna snabbt växande marknad genom att publicera riktlinjer. Förenta Nationerna (FN), har publicerat sex principer som bör efterföljas på marknaden för etiska placeringsprodukter. De kallas Principer för Ansvarsfulla Investeringar (PRI<sup>3</sup>) (unpri, 2006). Skriver förvaltare under dessa principer åtar de sig att följa dem, implementera dem i sin verksamhet samt påverka andra till att följa dem. PRI sätter krav på rapporteringen av arbetet med att implementera principerna och inkludera ESG-kriterier i sina investeringsbeslut (Unpri, 2006).

Vidare har Organisationen för Ekonomiskt Samarbete och Utveckling (OECD<sup>4</sup>) gett ut tio principer som är skrivna för multinationella företag för hur de ska följa och inkludera ESG-kriterier i sin verksamhet (OECD, 2008). Förvaltarna kan använda sig av principerna för att se hur långt innehavsföretagen kommit med sitt ESG-arbete. Principerna behandlar bland annat öppenhet, formulering av policys, miljö, mutor och konkurrens. (OECD, 2008).

FN:s Global Compacts tio principer skapar även dem riktlinjer som förvaltare har i åtanke gällande mänskliga rättigheter, mutor, barnarbete, miljö och korruption (Unglobalcompact, 2000). Även andra internationella konventioner som behandlar mänskliga rättigheter, korruption och liknande problemområden, har blivit riktlinjer inom den etiska kapitalmarknaden. De ovan presenterade riktlinjer och konventioner stödjer förvaltarna när de konstruerar sin urvalsprocess. Förvaltarna får med hjälp av dem en uppfattning om vad omvärlden anser etiskt korrekt och vilka grundstenarna i urvalsprocessen bör vara.

---

<sup>3</sup> Principles for Responsible Investments

<sup>4</sup> The Organisation for Economic Co-operation and Development

Den svenska etiska kapitalmarknaden har påverkats mycket av den nationella organisationen Etiska Nämnden för Fondmarknadsföring (ENF). ENF övervakar hur fondförvaltare marknadsför sina fonder och att det görs på ett korrekt vis. ENF har gått ut med ett uttalande där definieringen av etik överläts till varje enskild förvaltare, för att ENF inte anser sig berättigade att definiera etik. Fem krav har publicerats för att säkerhetsställa en jämförelsegrund som möjliggör kundens medvetenhet om produkten den köper (ENF, 2009).

- Förvaltarna ska ha en väl utarbetad och tydlig urvalsprocess.
- Det ska finnas ett system för uppföljning av fonden och hur dess etiska kriterier efterföljs.
- Fem procent av ett innehavsföretags verksamhet får ingå i "oetisk verksamhet".
- Övergripande information kring etik och fondbestämmelser ska finnas lättillgänglig för allmänheten, och i informationen skall den aktuella fondens inriktning presenteras.
- Förvaltaren ska redovisa för fondens prestationer och hur placeringspolicyn har uppfyllts. Även hur potentiella överträdelser av de etiska restriktionerna ska hanteras.

Då ENF lagt ansvaret för definition av etik på förvaltarna, är det främst de som möter problematiken som uppstår när det inte finns några regelverk kring urvalsprocessen. Förvaltaren ska välja de kriterier som tillfredsställer deras organisation och samtidigt kundens etiska preferenser. Därefter ska de se till att innehavsföretagen når upp till förvaltarens bestämda etiska kriterier. Analysen ska vara tillförlitlig nog för att spararna ska känna att produkten når upp till deras etiska krav. Störst problematik kan uppkomma om förvaltarens etiska definition är skild från andras, då varken kunder eller innehavsföretag kan relatera till kriterierna. Om den etiska uppfattningen i Sverige inte stämmer överens med andra länders uppfattning reduceras möjligheten att använda internationella företag i innehavet. Det blir svårt för dem att välja kriterier som ska stå till grund för deras etiska produkter, samt säkerställa att deras urvalsprocess väljer ut de företag som ur en etisk hänsynsvinkel är bäst.

### **1.3 Problemformulering**

Problemdiskussionen ovan har lett fram till följande problemformulering:

- Hur ser urvalsprocessen ut när förvaltare ska konstruera en etisk placeringsprodukt?
- Hur påverkar avsaknaden av ett regelmässigt ramverk den etiska urvalsprocessen?"

## **1.4 Syfte**

Syftet med studien är att kartlägga urvalsprocessen vid sammansättning av etiska placeringsprodukter för att undersöka skillnaden mellan olika förvaltare.

## **1.5 Avgränsningar**

Studien har uppmärksammade begränsningar. Författarna har på grund av given tidsplan och budget inte haft möjligheten till en mer utvecklad och djupgående studie. Författarna har därför inte valt att kritiskt granska urvalsprocessen utan endast kartlägga den. Informanterna har därmed valts ut tack vare deras kunskap för hela urvalsprocessen, och inte bara en del av den, som exempelvis en förvaltare som möter kund.

Studien inkluderar endast förvaltare som verkar på den svenska marknaden, även fast marknaden är global med övervägande internationella företag. Författarna hade inte möjligheten att intervjua alla förvaltare på den svenska marknaden.

## 2. Teoretisk referensram

---

*I följande kapitel presenteras de teorier författarna anser vara relevanta för studien. Teorierna är viktiga för att få den bakomliggande kunskapen läsaren behöver inom ämnet. Teorierna ska fungera som verktyg att använda för att möta studiens grundläggande problematik samt som grund för att analysera det empiriska materialet.*

---

### 2.1 Portföljteorin

Portföljteorin förklarar metodiken en förvaltare använder när den skapar investeringsprodukter. Teorin ger därmed en viktig grundläggande kunskap för att förstå studiens empiriska data. Portföljteorin ämnar förklara sambandet mellan avkastning och risk i en aktieportfölj. En aktieportfölj är en sammansättning av enskilda aktier som verkar separat, men ger en sammanlagd avkastning och risk till spararen (Damodaran & Aswath, 2002). Teorin presenterar hur aktieportföljens risk kan reduceras med hjälp av diversifiering. Det betyder att kapitalet som investeras i en aktieportfölj fördelas i fler antal aktier, helst inom olika branscher. (Markowitz, 1952)

Med risk menar Damodaran (2002) att något inte utvecklar sig som förutspått. Det kan vara i både positiv eller negativ riktning. Reduktion av den negativa betydelsen av risk förklaras genom skillnaderna mellan systematisk- och osystematisk risk. Damodaran (2002) förklarar att systematisk risk representerar marknadsriskerna som exempelvis inflation och räntenivåer. Denna risk berör hela marknaden och kan inte reduceras av förvaltaren med hjälp av diversifiering. Vidare beskriver Damodaran (2002) att osystematisk risk representerar företagsriskerna i innehavet, exempelvis att det företag som har investerats i inte utvecklats som förväntat. Damodaran (2002) menar att den osystematiska risken går att reducera med hjälp av diversifiering, vilket görs genom att investera i flera företag och framförallt inom olika branscher för att sprida risken. Om ett företag eller en bransch hämmas på grund av oförutsedda händelser kan ett annat företag fortfarande prestera utefter förhoppningarna samt att andra branscher kan gynnas och prestera än bättre. På så vis reduceras den totala risken i den diversifierade aktieportföljen. (Damodaran & Aswath, 2002)



### *2.1.1 Rationalitetsteorin*

Portföljteorin antar rationellt tänkande i form av att investerare önskar nå maximal avkastning till minimalt risktagande. Det betyder att investeraren baserar sitt beslut på sina avkastningskrav och sin riskaversion (Markowitz, 1952). Detta fenomen ligger till grund för rationalitetsteorin, vilken behandlar antagandet om att människor handlar rationellt utifrån vad som är bäst för beslutstagaren. De kommer ta det beslut som de tror kommer att gynna dem själva mest.

### *2.1.2 Beslutsteorin*

Ovan beskrivna teori angående rationalitet behandlas även i beslutsteorin. Beslutsteorin beskriver hur människor går till väga för att fatta beslut. Markowitz's (1952) antaganden kring rationalitet, att människors investeringsval styrs av avkastning i jämförelse med risk, bestrids av De Bont och Thaler (1994). De påstår att moraliska faktorer faktiskt kan påverka investerare att handla och agera irrationellt. De Bont och Thaler (1994) skriver att uppfattningen "agent makes rational choices based on rational expectations" (De Bont & Thaler, 1994, s. 6) inte längre kan ses som ett antagande. De är skeptiska till det rationella tänkandet som presenterats och menar att detta inte längre kan ses som relevant vid studier inom ämnet. Styrkt blir detta av Cowton (2004) som även han påstår att människan påverkas av sociala och etiska faktorer i sina investeringsbeslut.

Tacconi (1996) hanterar såväl rationalitetsteorin som beslutsteorin i sin studie om meningsskiljaktigheterna vid beslut gällande miljömässiga och sociala faktorer. Han påstår att spararen har möjlighet att hantera komplexa val och "trade-offs" utifrån egna preferenser. Med det menas att en individ hanterar det rationella tänkandet samtidigt som andra faktorer kan påverka vad individens beslut blir. Personen i fråga kan alltså välja hur mycket av dess avkastning eller riskaversion den kan byta ut mot moraliska hänsynstaganden. Det leder till att de etiska värderingarna i portföljen inte får medföra för stor bortprioritering av avkastning eller ha negativ påverkan på risken. Etiken får med andra ord inte kosta för mycket.

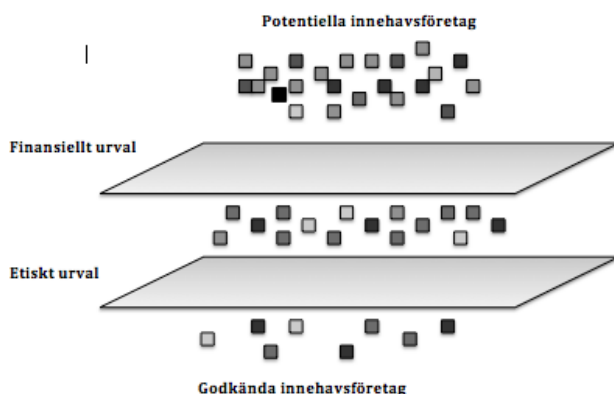
## **2.2 Social Responsible Investments, SRI**

Den svenska översättningen etiska eller ansvarsfulla investeringar syftar på det urvalsinnehav fondförvaltarna hanterat vid konstruktionen av etiska placeringsalternativ. Urvalshandlingen för en ansvarsfull investering baseras inte på finansiella önskemål utan det är framförallt de etiska preferenserna som bestämmer innehavet (Cowton & Sandberg, 2012). Med bakgrund i

samhällets ökade medvetenhet på de sociala och miljömässiga problem som är rådande i världen ökade efterfrågan på SRI (Shepers & Sethi, 2003). Etiska investeringar innebär att en förvaltare inte enbart begränsas av den avkastning och risk som portföljen ska representera, utan även av etiska kriterier (Cowton, 2004). Avsaknaden av regleringar runtom den etiska formuleringen kan skapa problematik och utan en generell definiering av etik kan förvaltarnas urvalsprocesser ifrågasättas.

### 2.2.1 Screeningmetoder

Reich et al. (2001) presenterar en teori om hur urvalsprocessen för en SRI kan gå till. Urvalet baseras på etiska analyser på potentiella innehavsföretag. Analyserna ska undersöka ett företags verksamhet för att se om de strider mot förvaltarens uttalade etiska kriterier. De steg som ingår i den etiska analysen benämns screeningar och ska hitta de specifika aktiviteter som gör att ett företag passar som innehav i en etisk placeringsprodukt eller inte. Då dessa screeningprocesser genomförs sällas företag, som inte passar in i förvaltarnas etiska placeringsprodukter, bort.



Figur 1: modifierad figur som visar hur urvalsprocessen resulterar i ett smalare utbud av företag som kan användas i en etisk placeringsprodukt.

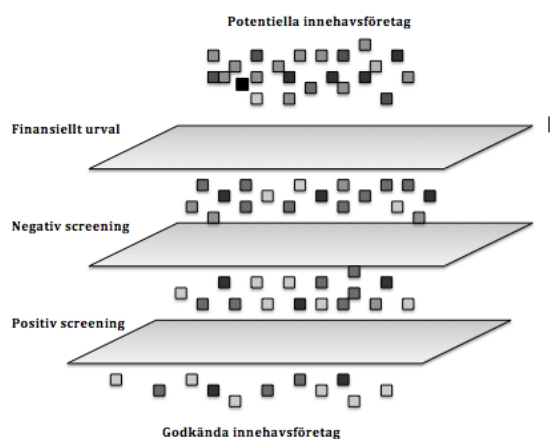
Källa: Reich et al., 2001

De två vanligaste screeningprocesserna är negativ- och positiv screening, det enligt både Reich (2001) och ENF. Den negativa screeningen innebär att förvaltarna exkluderar företag som bestrider förvaltarens kriterier om vad som är etiskt korrekt. Det är en åtgärd där förvaltarna anser att brottet mot etiken är så pass stort att de inte kan tänka sig att investera i företaget. (Reich et al., 2001)

### 3.2.2 Etiska råd och urvalskriterier

För att valet av etiska kriterier ska förbli objektivt är det inte en enskild person som ansvarar för att välja kriterier. Det görs ofta i samråd med förvaltarens etiska råd eller motsvarande. Det är svårt för förvaltaren att bestämma absolut uteslutande kriterier, då minsta inblandning på en oetisk marknad skulle innebära att företaget blir okvalificerat för den etiska investeringsprodukten. Problematiken fortsätter med att en förvaltare inte kan bestämma vad som är etiskt för någon annan än sig själv. För att förenkla den negativa screeningen har ENF rått förvaltarna på den svenska marknaden att tillåta att fem procent av ett innehavsföretags omsättning får komma från oetisk verksamhet (ENF, 2009). Enligt ENFs rekommendationer bör vapen/krigsmaterial, alkohol, tobak, kommersiell spelverksamhet eller en kombination av dessa kriterier anses som oetiska verksamheter (ENF, 2004). Det ger möjligheten att jämföra innehavsföretagens etiska verksamheter mot varandra, oavsett vilken storlek eller inom vilken bransch de verkar. Det genom att endast studera ett kriterie vid jämförelsen eller ta med alla uppsatta kriterier. (Reich. et al., 2001).

Den positiva screeningen innebär att förvaltarna analyserar företagens etiska arbete med sina uppsatta etiska kriterier i åtanke (Reich et al., 2001). De väljer därefter ut de bäst presterande företagen. De två olika screeningalternativen används ofta tillsammans där den positiva görs efter den negativa och kvalificerar eller diskvalificerar företag att ingå i en etisk placeringsprodukt.

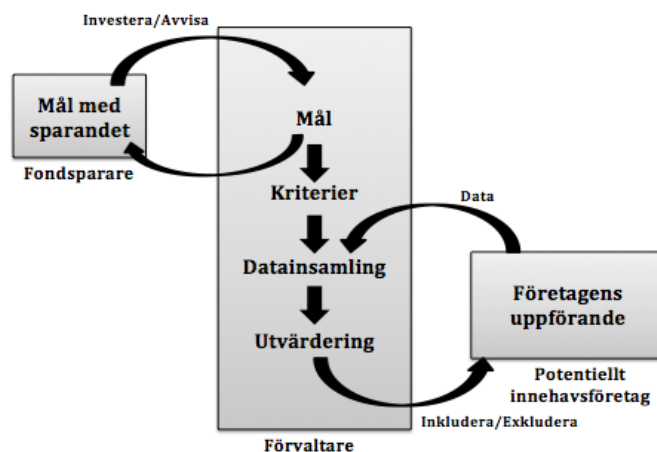


Figur 2: modifierad figur som vidare beskriver urvalsprocessens steg och uteslutning av företag.

Källa: Reich et. al., 2001

Tillgången av såväl kunskap som ekonomiskt- och humant kapital påverkar effektiviteten av urvalsprocessen. Ju mer resurser som kan ägnas åt processen och dess uppföljning, desto

bättre urvalsprocess (Reicht et al., 2001). Det viktigaste är att processen säkerställer en etisk legitimitet. Utan säkra källor kan gå det inte att säkerställa att ett företag handlar etiskt. Med hjälp av media och/eller andra externa informationskällor går det att stärka processens legitimitet genom att få objektiva synsätt på företags verksamhet. Att endast använda data utgiven av det aktuella företaget visar inte på att risken för subjektivitet har tagits i beaktning. Därför använder analysföretag ofta objektiva informatörer som bidrar med en annan synvinkel. Sammanfattningsvis beskriver modellen nedan hur urvalsprocessen kan se ut.



Figur 3: modifierad figur som sammanfattar urvalsprocessens genomförande enligt SRI.

Källa: Reich et al., 2001

### 2.3 Isomorfism

Teorin om Isomorfism behandlar, enligt DiMaggio och Powell, sökandet av legitimitet. Deras tankar kring isomorfism, som går under den institutionella teorin, och betyder att organisationer påverkar varandra till att bli mer och mer lika. DiMaggio och Powell förklarar isomorfism som en mekanism som gör att företagen agerar likadant. Det finns tre olika sorters isomorfism. De är normativ, tvingande och mimetisk isomorfism. Skillnaden mellan de tre är hur de påverkar företagen att agera som andra företag. Antingen via påtryckningar från samhället, osäkerhet i den egna verksamheten eller de verksamma personernas liknande bakgrund och utbildning inom företagen.

### **3. Metoder och Metodval**

---

*I följande kapitel presenteras hur författarna valt att utföra studien, vilka metodval som möjliggjort utredningen av studiens problematik samt för att uppnå studiens syfte. Vidare presenteras vilka metoder som använts för datainsamling samt kritik av de valda metoderna.*

---

#### **3.1 Metodval**

Vid utförandet av denna studie valde författarna mellan att använda en kvantitativ eller kvalitativ studiemetod. En kvantitativ studie ämnar hantera mycket, ofta numerisk, information. Det används därför ofta i beskrivande studier, i linje med explorativa eller deskriptiva studier. Syftet med den här studien är att kartlägga förvaltarnas arbetsprocesser och kommer därför inte att behandla numerisk data. Det föll sig därmed naturligt att genomföra en kvalitativ studie, vilken ger ett explanativt resultat. Ett explanativt resultat är både beskrivande samt ämnar skapa förståelse inom området (Björklund & Paulsson, 2012). Då författarna tog sig an problemet med ett meningsskapande perspektiv, motiverades den explanativa studien ytterligare. Syftet var att kartlägga etiska urvalsprocesser för att undersöka skillnader mellan olika förvaltare. Informationen samlades från kvalitativa källor och ämnade förse läsaren med explanativ kunskap om grundläggande teorier och befintliga processer på den etiska kapitalmarknaden.

#### **3.2 Datainsamling**

Det är insamlad data som under tiden format uppsatsens uppbyggnad och utseende. Författarna började med att gå igenom och presentera flertalet teorier de kunde se ha en koppling till området etiska placeringar, dock märkte författarna snart att de behövde reducera antalet teorier. Anledningen var bland annat den grundliga kunskap som krävdes om den använda teorin, vilket gjorde det ohanterligt att använda dem alla. Reduceringen av teorier kom allt mer naturligt i och med den inriktning studien tog. Studien formades till att kartlägga de urvalsprocesser som används för att konstruera en etisk placeringsprodukt, och de teorier som anknöt till just urvalsprocessen behölls därför. Studiens från början breda studieområde minskade för att kunna hanteras utefter rapportens krav. Författarna valde ut de teorier de ansåg mest relevanta för det specifika syftet. Utifrån denna metod valdes portföljteorin. Den ligger till grund för hur det traditionellt har resonerats om urvalsprocessen på

kapitalmarknaden. Det är en vedertagen-teori som bidrar med grundläggande kunskap om kapitalmarknaden och placeringsprodukter. Portföljteorin ger läsaren välbehövlig kunskap för dess förståelse av studien.

Intervjuerna utfördes tidigt i studiens uppbyggnad och författarna insåg att det breda området från början önskat hantera inte kunde täckas på den krävda tidsperioden. Intervjuerna som gjorts för en bredare studie reviderades och det data som berörde urvalsprocessen selekterades till studiens empiriska del. Det var den information och kunskap som författarna förvärvade under intervjutillfällena som resulterade i att det uppmärksammades en avsaknad av en teori som hanterar det etiska och socialt ansvarstagande området av en placeringsprodukt. Författarna kom under flera tillfällen i kontakt med det som benämns Socialt Ansvarstagande Investeringar (SRI<sup>5</sup>) och fann att dess teoretiska urvalsprocess överrensstämde med informanternas presenterade urvalsprocesser. SRI är inte känd för att vara en teori utan det är en framtagna förklaring på hur en etisk urvalsprocess kan eller bör gå till och vad som ingår i processen. Det är SRI som har bidragit med en jämförelsegrund för det empiriska materialet.

Att samla information från både primära och sekundära källor passade studiens meningsskapande perspektiv. Författarna ville skapa en kunskapsgrund inom studiens område samt belysa problematiken studien hanterar.

### *3.2.1 Sekundärdata*

Studiens sekundära data används för att bidra med ytterligare förståelse till studiens empiriska data samt studiens område och problematik. (Björklund & Paulsson, 2012) Insamlingen har gjorts från böcker, hemsidor samt tidigare studier inom ämnet. Författarna ansåg källorna ha hög tillförlitlighet då de framförallt varit utgivna av studiens informanter och hanterat specifika delar av deras urvalsprocess, exempelvis förvaltarnas egna hemsidor. Tidigare studier har primärt använts för att se till att denna studie inte presenterar ett redan befintligt resultat.

### *3.2.3 Primärdata*

Primärdata är avsedd att endast användas för den aktuella studien och ge en bättre förståelse för det aktuella problemet (Björklund & Paulsson, 2012). För denna studie insamlades primär data genom semi-strukturerade djupintervjuer, vilket gav författarna djupare förståelse inom

---

<sup>5</sup> Social Responsible Investment

det valda ämnet. Främst gav intervjuerna information angående förvaltarnas urvalsprocesser, vilket möjliggjorde att studien kunde uppfylla sitt syfte.

För att välja ut passande informanter till studien gick författarna in på den oberoende ratingsajten Morningstar, för att se vilka svenska förvaltare som enligt Morningstar hade etiska placeringsprodukter. Författarna ansåg det vara relevant att från en objektiv informationskälla få en uppfattning om vilka svenska förvaltare som hade etiska placeringsprodukter. Vilka de slutgiltiga förvaltarna kom att bli baserades därefter på tidigare studier. De tidigare studierna har inte belyst exakt samma problematik men har bidragit med en kunskapsgrund inom området. För att bidra till denna grund och kunna ta vid där tidigare studier slutat ville författarna få tag på samma förvaltare.

När författarna jämfört fonderna på Morningstar med relevanta tidigare studier tog de kontakt med de förvaltare som fanns med i båda källorna. De valda personerna hos förvaltarna var antingen chefer för deras hållbarhetsavdelning eller ansvariga för deras etiska placeringsprodukter. Författarna valde även att ta kontakt med ett av de största analysföretagen för den svenska kapitalmarknaden, Global Engagement Services (GES). Detta för att få en större förståelse för förvaltarnas urvalsprocesser och utbud av externa analysföretag. Informationen om GES placeras i appendix då den endast är indirekt relevant för studien. Beslutet att inkludera dem var för att de inte bara har utarbetade urvalsprocesser för etiska placeringar, utan används även av många svenska förvaltare. Informanterna har alla en högt uppsatt position hos den aktuella förvaltaren och hanterar hela den etiska urvalsprocessen i sina arbetsuppgifter. Det är informanternas insyn och kunskap om alla steg i urvalsprocessen som har gjort dem intressanta för denna studie. Det till skillnad från en person som är involverad i endast ett eller fåtal av stegen i urvalsprocessen. Informanterna har alla olika beteckningar och titlar men alla har samma ansvarsområde och genomför ungefär samma arbetsuppgifter.

Intervjuerna förbereddes systematiskt genom att skicka en intervjumall till informanten, vilken återfinns i appendix. Den generella intervjumallen anpassades till den specifika förvaltaren och informanten. Detta gav informanten möjlighet att förbereda sig själv samt material inför det personliga mötet. Vid intervjuerna närvarande båda författarna för att motverka feltolkningar och för att kunna fånga upp informationen från informanten. Om möjligt var det personliga mötet prioriterat, då information från ett sådant möte ger ett bredare

sammanhang. (Björklund & Paulsson, 2012) Då tillfälle inte gavs för ett personligt möte utfördes intervjun över telefon. Utförandet av intervjuerna var i båda fallen semi-strukturerade. Metoden valdes för att tillåta att frågor formuleras efter hand, för att kunna följa informantens svar och reaktioner. Då frågeställningen inte var fullt utarbetad vid genomförandet av intervjuerna inkluderades även information som inte enbart handlade om urvalsprocesserna, varför semistrukturerade intervjuer passade väl. I efterhand kan dock en fast intervjumall ha använts för att säkerställa exakt information om just urvalsprocessen från alla olika förvaltare, vilket hade kunnat bidra med en enklare sammanställning samt jämförelse av studiens empiriska data. Däremot anser författarna att de fick den information som behövdes och fick ett mer personligt och utvecklande möte i och med de semi-strukturerade intervjuerna. Vid personligt möte träffade författarna informanten på dess kontor i Stockholm, och vid överenskommelse spelades intervjun in. Då primärdata från intervjuerna ämnas sättas i kontext till vedertagna teorier samt jämföras med varandra, förväntas risken för subjektivitet dämpas.

Efter intervjuerna avslutats sammanställdes dem, med hjälp av ljudinspelningar och anteckningar, innan de skickades till informanterna för avstämning. Det för att säkerställa att allt uppfattats på ett korrekt sätt. Författarna valde medvetet att endast sammanställa de delar av intervjun som var intressanta för den aktuella studien, då resterande inte skulle presenteras i rapporten.

### **3.3 Metodkritik**

Alla har en egen uppfattning kring etik, så även författarna till studien. Författarna har varit medvetna om att det kan påverka agerandet vid insamling och tolkning av data. Medvetenheten förhindrar att insamlad data värderas utifrån de egna definitionerna av etik eller att författarnas etiska värderingar påverkar resultatet. Informanterna i studien har även dem personliga uppfattningar av etik, vilket författarna uppmärksammat kan påverka informationen och resultatet. Studiens meningsskiljaktiga perspektiv har gjort att författarna endast använt information som behandlar urvalsprocessen. Därigenom har författarna tagit avstånd från vinklad information.

Då författarna begränsat undersökningen till den svenska marknaden har problematiken kring definitionen av etik inte närmats på ett djup som kunde vara önskat. De informanter författarna träffat har alla vuxit upp i Sverige och arbetar nu på den svenska marknaden.



Urvalet tar då inte hänsyn till de stora internationella skillnader som ofta skiljer den etiska definitionen åt mellan olika folkgrupper, bakgrund och kultur. En viktig del som kunde bidragit med en djupare analys hade varit att intervjua människor på olika nivåer hos förvaltaren. Inte bara de ytters ansvariga för den etiska verksamheten, utan även förvaltarna som möter kund. På detta sätt hade författarna kunnat analysera om den officiellt presenterade processen stämde ihop med det praktiska arbetssättet.

### *3.3.1 Källkritik*

Sekundärdata är i regel insamlad för att uppnå ett annat syfte än det för den aktuella studien. Det är därför svårt att säkerställa samma legitimitet i informationen som med primärdata. (Björklund & Paulsson, 2012) Med hänsyn till detta har sekundära källor främst använts i syfte att skapa en förståelse inom ämnet och förtydliga studiens data insamlad från intervjuer. I processen att framställa denna studie har författarna samlat in information som till viss del kan vara vinklad för att gynna utgivaren. Författarna har därför försökt exkludera den information som möjligtvis kan innebära felaktigheter eller subjektivitet genom att prioritera information från intervjuerna. Under intervjuerna anser författarna att informantens interna kunskap och erfarenhet kommer fram på ett mer reellt sätt. Förvaltarens egen hemsida har därför varit en kompletterande informationskälla till intervjun, inte tvärtom. Hemsidan och dess innehåll är skapad för företagets kunder och intressenter. Informationen kan vara tänkt som marknadsföring och skall framhäva det positiva i verksamheten. Författarna anser sig medvetna nog att inse objektiviteten i informationen.

Då de genomförda intervjuerna var av semi-strukturerat upplägg, har de hanterat samma ämnen men inte varit identiska. Det resulterade i att intervjuerna inte gav exakt samma information men författarna var noga med att använda den informationen från intervjuerna som fokuserade på urvalsprocessens genomförande. I de fall intervjuerna genomfördes över telefon blev inte diskussionen lika djupgående som vid ett personligt möte. Risken med intervjuer kommer i och med informantens subjektivitet. Som nämnt tidigare har även författarna varit medvetna om att viss information kan vara vinklad för att gynna dess utgivare. Författarna lägger inget värde i eller bedömer hur bra urvalsprocessen presterar utan vill endast jämföra processen med den teoretiska referensramen och analysera skillnaderna mellan förvaltares processer. Vid vidare forskning, för att exempelvis se om etiska placeringar verkligen är etiska, spelar subjektiviteten av informationen större roll.

### *3.3.1.1 Studiens reliabilitet och validitet*

Då det är en kvalitativ studie går det inte att undersöka tillförlitligheten med siffror, utan författarna har sett till processen om de har samlat och bearbetat data på ett systematiskt och riktigt sätt. Reliabiliteten har påverkats av informationssamlandet. Som nämnt var den empiriska informationssamlingen gjord med en bredare studie i åtanke. De semi-strukturerade intervjuerna kan därmed ha skadat studien reliabilitet. Däremot anser inte författarna att det har skadat validiteten. Det för att informationen som behövdes för att svara på studiens frågeställning och uppfylla syftet trots det fanns i det insamlade materialet från intervjuer och sekundärdata.

Att använda en objektiv källa för att förklara förvaltarnas urvalsprocess hade varit positivt för studiens validitet. Då informanterna är anställda hos förvaltaren och förväntas ha en subjektiv påverkan på den utgivna informationen, sjunker såväl studien reliabilitet som validitet. Däremot är den etiska definitionen också subjektiv vilket gör att validiteten för studier om huruvida etiken följs kan ifrågasättas.

## **3.4 Implementering i empiri och analys**

Det faktum att ett lagstadgat regelverk inte existerar och att det inte finns regleringar av den etiska definitionen och urvalsprocessen, bidrar till en institutionell analysnivå. Riktlinjer om definitionen av etik och om urvalsprocessen bestäms inte internt hos förvaltarna utan av kapitalmarknadens reglerande organisationer. I denna studie utgörs dessa av OECD, FN samt ENF. På den institutionella analysnivån behandlar författarna konsekvenser som kan uppstå om ett lands lagstadgade institutioner regelmässigt definierar etik samt hur processen ska genomföras.

Studiens analys är huvudsakligen på en organisatorisk nivå där förvaltarna i rapporten syftar till de förvaltare som återfinns i det empiriska kapitlet. Författarna ska analysera de organisatoriska beslut som tas om urvalsprocessen av etiska placeringsprodukterna hos de olika förvaltarna. SRI presenterar steg som bör användas för att skapa en etisk placeringsprodukt, vilka används för att genomföra studiens organisatoriska analys. Dessa steg är etiska råd, screeningmetoder samt urvalskriterier. Implementeringen av SRI bidrar med en jämförelsegrund där författarna kunnat se skillnader mellan teori och förvaltare, samt mellan förvaltare och förvaltare, på den organisatoriska nivån.

Portföljteorin förklarar hur en förvaltare skapar en placeringsprodukt och hur en förvaltare rationellt tar beslut om avkastning och risk. Trots att besluten om placeringsproduktens profilering tas på en organisatorisk nivå är det i slutändan den individuella förvaltaren som definierar placeringsproduktens innehåll. I rapporten diskuteras hur etik inte längre behöver uteslutas från det rationella tänkandet när en förvaltare vill nå högsta möjliga avkastning till lägsta möjliga risk.

## 4. Empiri

---

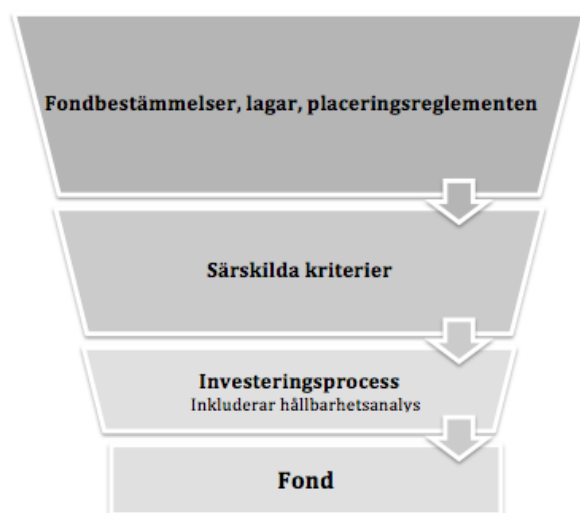
*Nedan presenteras empirisk data som insamlats för att möta studiens problemformulering och som använts för att uppnå studiens syfte.*

---

### 4.1 Handelsbanken

Handelsbanken (SHB) förvaltar idag omkring 40 miljarder i specifika etiska placeringar, de så kallade Criteria Fonder (Handelsbanken.se, 2015:1). Elisabet Jamal Bergström, chef för SHBs ansvarsfulla investeringar, säger att de vill bidra till att påverka företag och branscher till ett mer hållbart och etiskt företagande. SHBs förvaltning bygger på företagsanalys och de har, enligt Elisabet Jamal Bergström, länge haft som mål att ha en integrerad approach gällande etik. Det innebär att de som gör finansiella företagsanalyser även väger in hållbarhetskriterier vid bedömningen av potentiella innehavsföretag.

Besluten kring etisk investering baseras på SHBs värdegrund, policy och direkt negativa urvalskriterier. Värdegrunden baseras på FN:s Global Compact, OECDs principer samt PRI. Elisabet Jamal Bergström belyser att de är måna om att de företag de investerat i lever upp till värdegrunden. För att sätta ihop de specifika hållbarhetsprofilerade produkterna följer SHB samma lagar, fondbestämmelser och placeringsreglementen som de gör för de traditionella produkterna. Dock läggs ytterligare en process till där SHB genomgår särskilda undersökningar för att se om uppställda kriterier efterföljs och fonden får profileras som etisk.



*Figur 4: Egen modifikation av stegen i handelsbankens urvalsprocess*

*Källa: Handelsbanken.se:2*

Enligt Elisabet Jamal Bergström ses de etiska fonderna som en specialinriktning då alla SHBs investeringar anses ansvarsfulla. Skillnaden för Criteria fonderna, jämfört med de traditionella, är att de arbetar med ett smalare investeringsunivers eftersom urvalsprocessen tar fler exkluderingskriterier i beaktning. Urvalsprocessen för att finna det investeringsunivers som används vid konstruktionen av de etiska placeringsprodukterna är:

- **Negativ Screening** - Uteslutning av företag som är inblandade på marknaden för de kriterier som är helt uteslutande för SHBs alla fonder, vilka är klustervapen, personminor, kärnvapen, kemiska- samt biologiska vapen. För de Criteria fonderna väljer de även bort alkohol, pornografi, spel, krigsmateriel, tobak och i vissa fall även fossila bränslen. En gräns på fem procent av ett innehavföretags verksamhet inom de uteslutande kriterierna godkänns dock.
- **Normbaserad Screening** - Innebär att SHB analyserar om företag efterföljer internationella konventioner och riktlinjer. SHB analyserar företagen utifrån deras värdegrund, samt andra internationellt accepterade normer. Den normbaserade screeningen görs både internt på SHB och med hjälp av externa analysföretag. De använder sig bland annat av Etix SRI advisors som är stora inom SRI.
- **Positiv screening** - SHB använder den positiva screeningen för att investera i de företag som presterar bäst inom sin bransch.

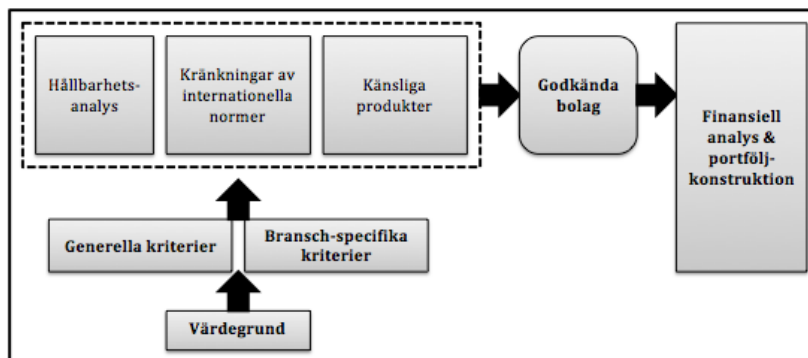
#### **4.2 Swedbank Robur**

Swedbank Robur (Robur) är ett av Sveriges ledande förvaltare och förvaltar idag omkring 400 miljarder inom området hållbara placeringar. Robur presenterade sin första etiska fond redan 1980 och sedan dess har det varit en kontinuerlig utveckling av urvalsprocessen för etiska fonder. De har inkluderat fler kriterier och gått från att använda enbart negativ screening till att använda den urvalsprocess Robur har idag.

Insamling av information om företagen sker både internt och externt. Internt analyserar Robur företag på den svenska marknaden medan analyser på den internationella marknaden görs externt. Robur använder sig bland annat av GES och Etixs SRI Advisors. Analyserna baseras på Roburs värdegrund, generella- samt branschspecifika etiska kriterier. Värdegrunden är uppbyggd att följa samhällets normer och värderingar, vilket görs genom att följa internationella deklarationer och konventioner. Dessa är bland annat FN:s deklaration om mänskliga rättigheter, FN:s Global Compact och OECD:s riktlinjer för multinationella

företag. De generella etiska kriterierna hanterar risker förknippade med etik. De generella kriterierna är indelade i fyra områden: miljö och klimat, anställdas arbetsvillkor och rättigheter, mänskliga rättigheter och affärsetik. De branschspecifika kriterierna ska kartlägga hur företagen hanterar de specifika riskerna i företagets bransch. Anna Nilsson ger exempel på hur detaljhandelskedjor kontrolleras noggrannare för barnarbete och arbetsvillkor medan oljebranschen kontrolleras för deras oljehantering.

Urvalsprocessen består av fyra steg:



Figur 5: modifierad figur av Swedbank Roburs urvalsprocess

Källa: Swedbankrobur.se

- **Hållbarhetsanalys** - Denna positiva screening ämnar kartlägga hur företagen arbetar med etiskt hänsynstagande idag, samt hur det ska göras i framtiden. Robur inhämtar sekundär information från företags hållbarhetsredovisningar och rapporter. Sedan inhämtas primär information från personliga möten. Denna del av processen är framtidsbaserad och ses som positiv screening. Anna Nilsson, chef för hållbarhetsanalys och ansvarsfulla investeringar, säger att de arbetar efter principen att finna de bästa företagen inom varje bransch. Det innebär att företag inom exempelvis oljebranschen kan finnas i deras etiska placeringsalternativ om de har ett framstående hållbarhetsarbete. Motiveringen är att de aktivt vill påverka alla branscher till att arbeta mer aktivt runt de etiska frågorna.
- **Kränkningar av internationella normer** - Denna del av processen är av typen normbaserad screening. Robur väljer bort företag de anser kränka internationella normer. Ett tydligt exempel är kränkningar mot mänskliga rättigheter som ses som en vedertagen internationell norm att följa.

- **Känsliga produkter** - Urvalsprocessen antar här negativ screening. Robur går igenom de kvarvarande företagen och ser till att de följer Roburs kriterier. För hållbarhetsfonderna är kriterierna alkohol, tobak, spel, pornografi samt vapen.
- **Finansiell analys och portföljkonstruktion** - När ett företag gått igenom de tre första stegen av analysen är de godkända att ingå i Roburs hållbarhetsfonder. Det finns dock en gräns på att fem procent av företagets verksamhet får strida mot de uppsatta kriterierna, dock är det nolltolerans mot inhumana vapen. För att ge spararen bästa möjliga avkastning genomförs slutligen en traditionell finansiell analys för att möta kraven rörande avkastning och risk.

### 4.3 Cliens Kapitalförvaltning AB

Tomas Henriks, marknadschef på Cliens, förtydligar att de är en mindre förvaltare som profilerar sig som en något exklusivare förvaltare. De startade med att endast erbjuda institutionell förvaltning och var en av de första utanför storbankerna att förvalta kyrkligt kapital. Cliens startade med fondförvaltning 2004/2005. De arbetar för att vara långsiktiga kapitalförvaltare till långsiktiga kapitalägare som pensionsstiftelser, kommuner, landsting, fackförbund, kyrkliga organisationer samt förmögna privatpersoner.

Cliens är en relativt liten förvaltare och analysen av potentiella innehavsföretag att investera i genomförs externt. De använder sig av GES och har kundspecifika tjänster från dem. GES erbjuder Cliens analys och screening av företag som passar in på Cliens specifika kriterier samt passar in i deras univers. Cliens urvalsprocess av företag som kan placeras i etiska placeringar består av fyra steg:

- **Sektorbaserad screening** - Urskiljer de företag som inte respekterar och når upp till de kriterier Cliens satt upp för sina etiska placeringsprodukter. Kriterierna är vapen, tobak, alkohol, pornografi och kommersiell spelverksamhet. Det har dock bestämts en accepterande gräns på fem procent, vilket betyder att fem procent av innehavsföretagens omsättning får strida mot kriterierna. Kriterierna för denna negativa screening byggde på Svenska kyrkans värderingar av etik. Då kyrkan var en tidig aktör på etiska fondmarknaden, föll det enligt Tomas Henriks naturligt att Cliens använde och fortfarande använder sig av dessa. Dock har de med åren uppdaterats och kontinuerligt utvecklats.

- **Normbaserad screening** - Vid denna del av urvalsprocessen är utgångspunkten de tio principerna i FN:s Global Compact och OECDs riktlinjer. Cliens studerar i detta första steg företagets verksamhet för att se att de inte bestrider internationella normer som exempelvis berör mänskliga rättigheter, arbetsrätt, korruption samt miljö.
- **ESG-riskrating** - I det sista steget i processen, innan sammansättningen av spararnas portföljer, genomför Cliens en ESG-riskrating. Det innebär att Cliens analyserar företagets ESG-arbete. De analyserar framtida risker både inom den bransch företaget verkar inom samt företagets specifika risker. ESG-riskratingen är en form av positiv screening. Dessa olika kriterier betygsätts sedan och kan användas i utformningen av specifika portföljer. Cliens erhåller ett univers av GES där potentiella innehavsföretags ESG-verksamhet är uppdelad och varje del betygsätts med ett betyg på en skala från ett till tre. Cliens kan då välja innehav utifrån företagets betyg. De kan på så vis välja specifika inriktningar på vissa placeringsprodukter eller bara de med bäst betyg i allt.
- **Portföljkonstruktion** - De företag som efter dessa tre steg av processen visar sig nå upp till Cliens etiska krav samt presterat bra i riskratingen, kan användas i spararnas portföljer. De företag som lägger mycket vikt vid arbetet med ESG-frågor kan i vissa fall få en större del av portföljens totala innehav.

#### 4.4 Öhman

Öhman började arbeta systematiskt med etik och ansvarsfullhet 2014. Tidigare fanns inget helhetstänk kring etik utan frågan hanterades individuellt av medarbetarna. Fredric Nyström är nytillsatt hållbarhetschef och hans huvudsakliga arbetsuppgift är att implementera ett systematiskt arbetssätt kring etik, ansvarsfullhet och hållbarhet i den verksamhet de bedriver idag.

Trots att Öhman tidigare inte haft ett system för hur de ska hantera etik och använda det i sina placeringsprodukter berättar Fredric att det är frågor de ägnat sig åt i flera år. Förvaltarna tar egna etiska hänsynstaganden, samt att de har en kommunikation med kunden. De etiska hänsynstagandena är numera kontrollerade i och med att de skrivit under FN:s PRI. Öhman låter fortfarande de som möter kund ta besluten på individbasis i processen, så länge det inte motstrider de uteslutande kriterierna eller de underskrivna konventionerna. Om konventionerna inte efterföljs i ett företag försöker Öhman påverka dem till förändring.



Analysarbetet görs externt av GES och Sustainalytics. Urvalsprocessen sker med andra ord såväl externt hos dem som internt av förvaltarna personligen, tillsammans med Fredrik Nyström. En systematik i urvalsprocessen är under diskussion, men det går redan idag att utläsa några steg av Öhmans urvalsprocess:

- **Etisk analys** - Det första de gör är att köpa ett index med etiskt screenade företag från GES. Utifrån detta exkluderas de företag som inte når upp till de internationella konventionerna GES screenar för och som är den etiska grundstenen hos Öhman, vilket ofta benämns som normbaserad screening. Det är alltså den normbaserade screeningen som ser till de internationella konventionerna och den uteslutande negativa screeningen efterföljs. De uteslutande kriterierna för Öhmans etiska placeringsprodukter är inhumana vapen, tobaksprodukter, alkohol, spel, företag som tillverkar eller säljer vapen eller krigsmaterial eller producerar eller säljer/distribuerar pornografiskt material.
- **Positiv screening** - I en aktivt förvaltd placeringsprodukt gör Öhmans förvaltare en månadsvis uppdatering om innehavsföretagens prestationer. De undersöker hur innehaven utvecklas samt om det finns några naturliga ersättare som utifrån avkastning, risk eller etiska värderingar presterat, eller förväntas prestera, bättre. Om så är fallet beslutar Öhman om att byta ut det ena innehavet mot det andra, för att uppnå bästa möjliga prestation.

#### **4.5 KPA Pension**

KPA pension är endast verksamma inom pensionssektorn. De förvaltar såväl tjänstepensionen för organisationer som privata pensionssparares kapital. Precis som andra etiska kapitalförvaltare skapar de placeringsprodukter som ska tillfredsställa spararnas avkastningskrav, riskbenägenhet samt etiska hänsynstaganden. KPA har endast placeringsprodukter med etiskt ställningstagande. Oavsett vilken produkt spararen väljer utlovas det att produkten och dess innehav tar hänsyn till miljön och sociala problem som exempelvis arbetsförhållanden samt korruption. Dessa är vapen, alkohol, tobak och kommersiell spelverksamhet (Kpa.se, 2015:2). Genom att skriva under FNs PRI och OECDs riktlinjer säkerställs att verksamheten följer internationella konventionerna inom området.

Den störta kundgruppen är kommun- och landstingsanställda vars tjänstepension placeras automatiskt hos KPA om de inte aktivt väljer en annan förvaltare. De individuella

pensionsspararna består, enligt KPAs hållbarhetschef Eva Axelsson, till majoritet av kvinnor med en ansvarstagande anställning i samhället. De är högt utbildade men lågavlönade och känner starkt för de etiska kriterierna. Hos KPA är spararna med och påverkar vilka etiska kriterier KPA ska anta. Vid bestämmandet av etiska kriterier utgick KPA från början utifrån kundundersökningar. Dessa kundundersökningar svarade på vad KPAs kunder tyckte var viktiga etiska ställningstaganden. Baserat på dessa kriterier är KPAs etiska kriterier idag byggda på.

Den process KPA går igenom för att försöka säkerställa att deras produkter når upp till de etiska krav de säger att de gör, hanteras såväl externt som internt och går till på följande vis:

- **Hållbarhetsanalys (externt)** - Den första handläggningen av företagsanalysen på befintliga och potentiella innehavsföretag genomförs av GES och Robur. Den normbaserade screeningen görs av GES och grundas på de internationella konventionerna från FN och OECD. Roburs hållbarhetsanalytiker gör en normbaserad och negativ screening på innehaven i KPAs placeringsprodukter utefter KPAs specifika etiska kriterier. Analysprocesserna resulterar i univers som ges till KPA.
- **Positiv Screening, Negativ Screening och kontroll (internt)** - KPA har en bolagsstyrningskommitté som granskar universen med befintliga och potentiella innehavsföretag som kommer från GES och Robur. Trots att GES och Robur har gjort en hållbarhetsanalys på universen gör KPAs bolagsstyrningskommitté ytterligare en negativ screening av företagen i universen. De vill försäkra sig om att inget av dem strider mot KPAs etiska kriterier. Därefter väljer KPA vilka de vill investera i, vilket baseras på innehavsföretagens ESG-arbete. Detta representerar den positiva screeningen. Eventuellt korrigeras innehavet efter bolagsstyrningskommitténs beslut och därefter färdigställs de slutgiltiga universen godkända för KPAs placeringsprodukter. Universen ges sedan vidare till förvaltarna som hanterar KPAs placeringsprodukter vid kundmötet.

## 5. Resultat

---

Nedan återfinns en sammanställning och jämförelse mellan informanterna i det empiriska materialet, samt en reflektion av resultatet.

---

### 5.1 Sammanställning av empiriskt material

För att uppnå studiens syfte har författarna kartlagt olika förvaltares urvalsprocess för etiska placeringsprodukter. Samtliga av de granskade förvaltarna inkluderar negativ-, positiv- samt normbaserad screening i sin urvalsprocess. Resultatet av studiens empiriska data är sammanställt och presenteras i figur 6 nedan.

Kapitalförvaltare	Negativ screening	Positiv screening	Normbaserad screening
Handelsbanken	✓	✓	✓
Swedbank Robur	✓	✓	✓
Clens	✓	✓	✓
Öhman	✓	✓	✓
KPA	✓	✓	✓
GES	✓	✓	✓

Figur 6: Figuren visar vilka steg i urvalsprocessen som används av respektive förvaltare.

Källa: Egentillverkad

#### 5.1.1 Presentation av empiriska skillnader

Det uttalade målet med sparande i etiska placeringsprodukter är att placera kapitalet väl för att få så hög avkastning som möjligt, samtidigt som etiken tas i beaktande (Cowton & Sandberg, 2012). Utifrån dessa mål handlar alla förvaltare som författarna har kartlagt.

##### 5.1.1.1 Urvalskriterier

Enligt ENF anses oetiska verksamheter vara vapen/krigsmaterial, alkohol, tobak, kommersiell spelverksamhet eller en kombination av dessa kriterier (ENF, 2004). Utifrån dessa kriterier utesluter alla kartlagda förvaltare företag med verksamhet inom vapen, kommersiell spelverksamhet, alkohol och tobak i sina etiska kriterier. Kriteriet pornografi uppmärksammades vara olika hos förvaltarna, då alla utom KPA har ett specifikt kriterie för

detta. Eva Axelsson säger att KPA ändå tar avstånd från den oetiska pornografiska verksamheten, i samband med deras kriterie kring mänskliga rättigheter. Hon menar att definitionen av pornografi är svår, då viss pornografi ses som konst medan annat pornografiskt material är påtvingat och oetiskt. Som uppmärksammat i SRI och av Reich et al. (2001) har studiens undersökta förvaltare urvalskriterier som är direkt uteslutande samt egna etiska kriterier deras etiska placeringar uppnår. De egna urvalskriterierna skiljer sig däremot inte mycket från varandra och förvaltarnas urvalsprocess baseras i stort sett på samma urvalskriterier när de analyserar innehavsföretag.

Vidare rekommenderar ENF att maximalt fem procent av ett innehavsföretags verksamhet får ingå i oetiska verksamheter för att platsa i ett etiskt placeringsalternativ (ENF, 2009), vilket alla kartlagda förvaltare har valt att följa.

#### *5.1.1.2 Etiska råd*

Det etikråd SRI syftar på är den specifika grupp människor som hanterar den etiska bedömningen i en förvaltares verksamhet. Rådets specifika kompetens används för att utveckla förvaltarens etiska kriterier och ställningstaganden, vilket även det är i enlighet med teorin om SRI (Reich et al., 2001). Etikrådet är ofta inblandat i detaljerade delar av urvalsprocessen, exempelvis att välja förvaltarens urvalskriterier, vilket bör ske på detta vis enligt SRI (Reich et al., 2001). Robur, SHB och KPA har alla interna etikråd som kontinuerligt diskuterar förvaltarens etiska verksamhet. Robur har i sitt etiska råd personer från den externa marknaden med specifik kunskap och erfarenhet inom etik. Det ger en uppfattning av att Robur tar etiska beslut utifrån objektiva källor som inte är påverkade av de internt anställdas subjektivitet. KPA och SHBs etiska råd har däremot endast internt anställda där vissa har kunskap inom etik och hållbarhet och andra endast inom förvaltarnas interna verksamhet.

Cliens och Öhman räknas som mindre förvaltare. Studien uppmärksammade inte några större skillnader i arbetsuppgifter för deras råd jämfört med de större förvaltarnas, däremot mängden allokerade resurser till det (Henrics2015-04-20; Nyström 2015-04-20). Små förvaltare har inte det finansiella stödet för att kunna utveckla ett etikråd med lika bred kompetens som de stora förvaltarnas. Det är mer kostsamt att anställa och avvara personal till att endast arbeta med

etiska frågor om förvaltaren har en mindre vinstmarginal eller ett begränsat humankapital (ibid).

### *5.1.1.3 Screeningmetoder*

Som nämnt ovan använder alla förvaltarna i studien de enligt Reich (2001) teorier om SRI de vanligaste screeningprocesserna, positiv och negativ screening. Alla förvaltare utom Robur arbetar efter modellen att först genomföra den negativa screeningen och sedan den positiva. Genom att starta med den negativa screeningen tar förvaltarna bort de företag som strider mot bestämda uteslutande kriterier, för att sedan kunna investera i de etiskt mest framstående företagen. Robur gör annorlunda. De vill ha med de bäst etiskt presterande företagen från varje bransch. De genomför därför den positiva screeningen först och väljer ut innehav baserat på deras prestationer i enlighet med Roburs värdegrund. Sedan väljer de bort företagen som strider mot de uteslutande kriterierna.

Den stora skillnaden i screeningmetoderna från teorin är att förvaltare använder sig av normbaserad screening, som varken tas upp inom teorin för SRI eller i ENFs uttalande. Studiens förvaltare skriver under på FN:s Global Compact och FN:s PRI, samt alla utom Öhman utgår från OECDs principer. Den normbaserade screeningen är inte med i de steg som SRI beskrivit bör vara med, men på grund av de internationella konventionerna diskuterade ovan, kan det anses vara berättigat att förvaltarna genomför en normbaserad screening. Detta görs på grund av att vinna samt behålla legitimitet då sparare uppmärksammat detta som en vinnande process. Detta är i linje med isomorfism, som presenteras av DiMaggio och Powell (1983) inom den institutionella teorin. Denna säger att företag antingen agerar liknande som konkurrenter på grund av tryck från samhället, osäkerhet samt liknande bakgrund och utbildning hos företag. Detta kan även vara svaret till att förvaltarna i studien använder sig av i princip identiska urvalsprocesser.

## 6. Analys

---

*Författarna försöker finna orsaker till att olika förvaltares processer ser ut som de gör, samt berör diskussionen om huruvida en regelmässigt definierad urvalsprocess vore lämplig att tillämpa.*

---

### 6.1 Resultat och Orsak

Resultatet av jämförelsen visar att processerna är väldigt lika mellan de olika förvaltarna samt i enlighet med teorin om SRI. Under den empiriska datainsamlingen har författarna uppmärksammat framväxten av normer på den svenska etiska kapitalmarknaden. Dessa normer kan möjligen vara orsaken till att förvaltarnas processer är så lika som de är.

#### 6.1.1 Branschnormer

En vedertagen branschnorm för förvaltare är att använda sig av normbaserad screening. Förvaltarna förväntas följa tidigare nämnda konventioner och för att få legitimitet följer de deras principer. En annan norm som växt fram är att fem procent av ett innehavsföretags omsättning tillåts strida mot förvaltarnas urvalskriterier, detta efter ENFs uttalande 2009 (ENF, 2009).

När författarna studerar företagens kriterier ser de att alla förvaltare följer ENFs rekommendationer. Anledningen till att urvalskriterierna inte skiljer sig speciellt mycket mellan förvaltarna och från ENFs rekommendationer, verkar härstamma från Svenska kyrkan. De var en av de första spararna på den svenska kapitalmarknaden som efterfrågade etiska placeringsprodukter, och ville inte investera i verksamheter som berör pornografi, spel, vapen, alkohol och tobak. (Henrics 2015-04-20) Svenska kyrkan har en lista på företag som de inte vill vara ägare i, vilket har påverkat förvaltarnas univers. Till exempel ville Svenska kyrkan vid en tidpunkt inte längre vara ägare till vaktföretaget Securitas, då deras anställningsvillkor kunde ifrågasättas i vissa länder (ibid). Cliens, som då förvaltade delar av kyrkans kapital, ändrade sina univers och uteslöt därmed Securitas. Svenska kyrkans kriterier anammades på den svenska etiska kapitalmarknaden och accepterades av spararna. Därför valde förvaltare att använda sig av Svenska kyrkans kriterier i sina etiska placeringsprodukter, i linje med isomorfism som presenterats ovan.

ENF har uttalat sig om förvaltarnas branschkriterier och på så vis satt upp ett ramverk för etiska placeringsprodukter (ENF, 2009). Genom Reich (2001) modell av SRIs föreslagna steg i urvalsprocessen kan förvaltarna uppnå de marknadsmässiga kriterier som ENF förespråkar. ENF är dock tydliga med att poängtera att de inte har rätt att definiera vad etik är (ENF, 2009), vilket kan förklara de få skillnaderna i förvaltarnas urvalsprocesser. En av de större skillnaderna ses, som nämnt, i urvalskriterierna om pornografi. Etiken säger varken att det är oetiskt eller etiskt, då alla tillåts ha sin egen uppfattning. KPA, som är en stor aktör på den etiska kapitalmarknaden, har som nämnts ovan inte ett sådant kriterie. Det betyder att en förvaltare kan använda stegen i Reich (2001) modell om SRIs föreslagna urvalsprocess men ändå investera i en pornografisk verksamhet. Det är förvaltarens egna urvalskriterier som avgör om de investerar i företag som är inblandade i pornografi eller inte. Om det inte är ett uppsatt kriterie kan KPA följa Markowitz (1952) tankar om rationalitetsteorin och investera i företag med pornografisk inblandning, för att uppnå bästa resultatet. ENF har för sitt uttalande (2004) undersökt den svenska etiska kapitalmarknaden. ENF bör då ha uppmärksammat denna skillnad, framförallt då de i sina rekommendationer inte nämnt någonting om pornografi. KPA har en erkänd etisk verksamhet och har råd att stå för sina val att inte ta med ett kriterie rörande detta. För en mindre förvaltare kan det verka bra att ha ett kriterie mot pornografi för att inte verka sämre än andra förvaltare. Det visar hur förvaltarna påverkar varandra i uppfattningen om etik och hur svårt det är att sätta regler för det (ENF, 2004).

Författarna menar att de funna branschnormerna är orsaken till att processerna ser så pass lika ut, vilket även är i linje med isomorfism. Trots att det inte finns något regelmässigt ramverk eller definition på vad som är etiskt och hur processen bör gå till är SRIs urvalsprocess tillräckligt vedertagen för att återfinnas i alla förvaltares valda urvalsprocesser. När något så svårdefinierat som etik antas och blir accepterat på marknaden i och med att förvaltare utformar en process för att möta etisk efterfrågan, är det riskabelt för andra förvaltare att inte ta efter (jmf. DiMaggio & Powell 1983). Det är detta som skapar normer. Om en förvaltare lägger till en ny del i processen eller fler kriterier som marknaden tycker är bra, kommer spararna ifrågasätta de som inte har med de kriterierna. Förvaltarna kommer att tvingas anta de nya kriterierna för att behålla och locka kunder. Om spararna efterfrågar de nya kriterierna för att de anser dem vara viktiga kommer spararna att placera sitt kapital hos den förvaltare som de anser tillfredsställer deras efterfrågan bäst.

De etiska branschnormerna på kapitalmarknaden har idag vunnit legitimitet. Uppfattningen

om vad som är etiskt är därför svår att förändra, vilket kan göra att många etiska verksamheter får lida. Ett exempel skulle kunna vara att de som konstnär utövar pornografisk verksamhet får en dålig stämpel, även om detta av många inte anses etiskt då det genomförs frivilligt.

### *6.1.2 Avsaknaden av ramverk*

Frågan är varför marknaden eller politiker inte sätter ett definierat ramverk för urvalsprocesserna för etiska placeringsprodukter. De kan antingen framställa nya steg i urvalsprocessen, ta hjälp/anta SRIs steg och/eller ta inspiration från de internationella konventionerna. Som problemdiskussionen till denna studie har visat är definitionen av etik svår och skiljer sig mellan olika människor samt ändras över tid (ENF, 2004). Vidare har studien visat på det ökade engagemanget på kapitalmarknaden rörande etiska hänsynstaganden (Carroll, 1999). Det är på grund av det svårt att sätta ett ramverk för den etiska urvalsprocessen som förvaltarna måste följa (ENF, 2009).

De konventioner och riktlinjer som presenterats i studien kan ses som icke lagstadgade ramverk för urvalsprocesserna. Vid intervjuerna framkom det att förvaltarna ansåg sig efterleva konventionerna. Förvaltarna menade att konventionerna undviker att specifikt definiera etik och är därmed ramverk med breda marginaler. De förvaltarna som undersökts för studien arbetar därmed djupare inom de etiska frågorna än vad konventionerna kanske vågar rekommendera, utan att påverka den etiska definitionen för mycket. Då en förvaltare väljer att arbeta mer och djupare med en etisk fråga gör det att andra förvaltare följer initiativet. När det sedan ges ut riktlinjer för marknaden, som ENFs uttalande och SRI, får de förvaltarna att arbeta än djupare för att implementera och följa de nya rönerna, samt bibehålla legitimitet för sina etiska placeringsprodukter. När detta sker skapas det normer på marknaden.

En negativ konsekvens av att regelmässigt definiera ett ramverk för en etisk urvalsprocess kan vara att förvaltarna blir "lata". Lata i den bemärkelsen att de arbetar med sin process tills de når upp till de definierade nivåerna de regelmässigt måste nå upp till. När förvaltaren nått dit nöjer de sig, även om det finns utrymme för utveckling och förbättring. Fokus skulle möjligen hamna på hur förvaltaren kan få högst avkastning eller lägst risk med så små etiska hänsynstaganden som möjligt.



En regelmässigt kontrollerad urvalsprocess skulle också kunna få positiva konsekvenser för marknaden. Samtidigt som förvaltarna triggar varandra att ha bättre eller fler etiska placeringsprodukter ökar spararnas krav och medvetenhet. Konkurrenskraften kan då bli förvaltarna utnyttjar att deras konkurrenter främst arbetar mot att nå upp till den regelmässiga gränsen, och att de själva tillfredsställer spararens etiska preferenser bättre. Förvaltarna skulle då kunna utveckla sin process allt längre för att på så vis vinna över kunder från de andra förvaltarna. Det skulle möjligtvis kunna driva marknaden att hitta en bättre process men skillnaden skulle troligen bli marginell mot utvecklingstakten som finns på marknaden idag.

Att ett definierat ramverk ännu inte tagits fram tror författarna beror på att ingen vill definiera vad etik är och inte i en placeringsprodukt. Etik kommer att förändras över tid, vilket försvårar framtagandet av ramverket. Det skulle behöva ändras i samma takt som den etiska definitionen ändras i samhället och organisationen som sätter de nya reglerna riskerar då stora mängder kritik. Dels för att ramverket inte når upp till alla människors definition av etik samt att förändringarna i ramverket inte ligger i fas med förändringarna av definitionen. Rädslan för att definiera etik har bidragit till att förvaltare slutat använda sig av uttrycket etiska placeringar och istället valt att exempelvis använda hållbara investeringar. Detta då förvaltaren vill nå så många sparare som möjligt.

En organisation som skulle kunna sätta ett regelverk för urvalsprocessen kan vara den svenska staten eller annan reglerande organisation. Författarna tycker inte att definitionen av etik ska vara oföränderlig. Inte bara på grund av orsakerna nämnda ovan, utan det gäller att följa marknads utveckling för att aktivt påverka förvaltarna. Exempelvis skulle ett system liknande Sveriges styrverktyg reporäntan, som används för att styra den finansiella marknaden, kunna fungera även på den etiska kapitalmarknaden. De skulle kunna vara en lista med kriterier som ska anses etiska och användas av förvaltarna. När det uppmärksammas något nytt som berör eller strider mot de befintliga kriterierna kan de tas i akt och ändras. Förvaltarna skulle då tvingas förändra sin urvalsprocess efter förändringarna för att upprätthålla den etiska legitimiteten i sina etiska placeringsprodukter. Det aktiva ägandet skulle av förvaltarna anta en mer proaktiv profil då det reaktiva skulle tas över av staten. Statens kriterier blir uteslutande och förvaltarens val att ha ett påverkningsarbete försvinner. Om ett innehav strider mot något av statens kriterier måste det säljas av. Det är staten som tar beslutet om och hanterar det aktiva ägandet. Förvaltaren kan istället agera mer proaktivt

genom att addera kriterier eller involvera sig mer i innehav och se till att de befintliga innehavens verksamheter inte kommer att strida mot statens uteslutande kriterier. Det kan också betyda att fler förvaltare engagerar sig i företag som kämpar för att nå upp till statens kriterier. Kriterierna kan komma att bli riktlinjer på den svenska företagsmarknaden, för att säkerställa en etisk och hållbar verksamhet likt OECDs.

De är endast om lagen tillåter ett innehav i ett företag som förvaltarna kan tillåta det. I dagens rådande politik är ett sådant statligt ansvar och reglerande över svenska förvaltare svårt att tänka sig. Förvaltarna agerar på den öppna marknaden och konkurrensen ämnar förbli fri. Författarna ser inte hur en sådan utveckling skulle vara positiv för den svenska etiska kapitalmarknaden.

## **6.2 Slutsatser**

Efter analysen av olika förvaltares urvalsprocesser uppmärksammar författarna att skillnaderna inte är speciellt stora. Alla förvaltare som analyserats i studien använder sig av positiv, negativ och normbaserad screening, samt har någon typ av etiskt råd. Det är tydligt att den etiska kapitalmarknaden och dess rådande etiska kriterier är uppbyggda på branschnormer som växt fram under lång tid och är stöttade av svenska organisationer som ENF samt internationella standarder som SRI. Normerna har format urvalsprocessen som svenska förvaltare använder sig av idag.

Det är på grund av problematiken rörande definitionen av etik som ett regelmässigt ramverk för den etiska urvalsprocessen inte tagits fram. Då definitionen av etik alltid kommer att vara personlig och förändras över tid kan en förvaltare eller en reglerande organisation inte tillfredsställa alla människors etiska uppfattning. Frågan som uppkommer är om ett regelmässigt definierat ramverk förbättrar urvalsprocesserna, då drivkrafter som exempelvis isomorfism redan existerar på marknaden och skapar de branschnormer författarna anser skapa likheterna i förvaltarnas urvalsprocesser.

### **6.3 Förslag till vidare forskning**

Studien har presenterat en kartläggning av olika förvaltares urvalsprocesser. Efter studiens genomförande fann författarna två områden de ansåg särskilt intressanta att utföra vidare forskning på.

#### *6.3.1 Är etiska placeringsprodukter etiska?*

Det har inte lagts någon vikt i huruvida processerna är bra eller dåliga eller om de säkerställer att de etiska placeringsprodukterna verkligen är etiska. Frågeställningen om säkerställandet av att de etiska produkterna verkligen är etiska anser författarna vara av stort intresse. För att gå djupare i den frågan krävs mer resurser, främst i tid. Bland annat för att studera förvaltarna ur flera perspektiv och på olika nivåer hos förvaltaren. Även studera de företag som ingår i de etiska placeringsalternativen och deras verksamheter.

#### *6.3.2 internationellt perspektiv och jämförelse*

Ett annat intressant område är problematiken kring de stora internationella skillnader det finns vid definitionen av etik. Fortsatta studier skulle kunna ta vid denna studie och jämföra resultatet av de granskade förvaltarna på den svenska marknaden, med förvaltare i andra länder. Det för att se hur och om andra länders förvaltare arbetar med etiska kriteier och etiska urvalsprocesser. Även för att se hur omfattande detta arbete är på deras etiska kapitalmarknad. Det är intressant att undersöka den allmängiltiga definitionen av etik i det valda landet, för att se hur deras kultur och bakgrund påverkar förvaltarna i det specifika landets etiska verksamhet och arbete.

## 7. Referenser

### 7.1 Artiklar o böcker

Björklund, M. Och Paulsson, U. 2012. Seminarieboken: Att skriva, presentera och opponera. Studentlitteratur AB Lund. Upplaga 2:1.

Carrol, A. B. 1999. *Corporate Social Responsibility; evolution of a definitional construct*. Sage Publications Inc. Business & Society vol. 38 nr. 3, s. 268-295.

Christopher J. Cowton, (2004), *Managing financial performance at an ethical investment fund*, Accounting, Auditing & Accountability Journal, Vol. 17 Iss 2 s. 249 - 275

Cowton CJ och Sandberg J (2012). Socially Responsible Investment. Encyclopedia od Applied Ethics, andra upplagan, Academins press 2012.

Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. 2nd ed. New York: John Wiley and Sons, Inc., s.26-52, 60-75.

De Bont, W & Thaler, R (1994). *Financial decision-making in markets and firms: a behavioural perspective*. National bureau of economic research. Nber working paper series, working paper Nr. 4777.

DiMaggio, PJ och WW Powell (1983). *The iron cage revisited: institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields*. American Sociological Review, 48.

Dobers, P. and Strannegård, L. (2005) *Design. Lifestyles and Sustainability*, Business Strategy and the Environment, 14, 324-336.

Etiska Nämnden för Fondmarknadsföring, (2004). *Vägledande uttalande 19 januari 2004 i ärende 1/03 angående marknadsföringen av etiska fonder*. ENF.

Hellsten, S & Mallin, C (2006) *Are ethical or socially responsible investmenst socially responsible?*, Journal of Business Ethics 66, s. 393-406.

Kreander, N., Gray, R., Power, D. and Sinclair, C. (2005) *Evaluating the Performance of Ethical and Non-ethical Funds: A Matched Pair Analysis*. Journal of Business Finance & Accounting, vol 32, 2005.

Markowitz, H. (1952) *Portfolio Selection*. The Journal of Finance, Vol. 7, No. 1, s. 77-91.

Peattie, K. (2001) *Towards Sustainability: the Third Age of Green Marketing*, The Marketing Review, 2, s. 129-146.

Reich, M. Wolff, R, Zaring, O, Zetterberg, L & Åhman, M (2001) *Ethical investments - towards a sound theory and screening methodology*. IVL Swedish Environmental Research Institute, IVL report, 2001.

Svenska Akademien, (1987). *Svenska Akademiens ordlista över svenska språket*. s. 129 uppl. 11 Stockholm: Norstedt.

Shepers, D. & Sethi, P. (2003) *Do socially responsible funds actually deliver what they promise? -Bridging the gap between the Promise and Performance of Socially responsible funds*. Business and Society review, 108:1, s. 11-32.

Tacconi (1996) - Tacconi, L. (1996). *Dissent from choice theory: implications for environmental decision making*. International journal of Social Economics Vol. 23 nr. 4/5/6.

William Lazonick & Mary O'Sullivan (2000) *Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance*. Economy and Society, 29:1, s. 13-35.

Åhman, M., Carlsson Reich, M. and Kumlin, A. (2003). *Ethical aspects in active ownership*. [online] IVL Swedish Environmental Research Institute. Hämtad från: <http://www.ivl.se/webdav/files/B-rapporter/B1545.pdf> [Hämtad 10 maj 2015].

## 7.2 Elektroniska källor

Etiska Nämnden för Fondmarknadsföring (2009). [online] Hämtad från:

<http://www.fondbolagen.se/Documents/Fondbolagen/Juridik%20-%20dokument/ENF/ENF%20Uttalande%20fonder%20m%20sarskilda%20hansyn%205%20maj%202009%20fortydl%208%20sept%202009%20rent.pdf> [Hämtad 3 maj 2015].

Handelsbanken.se

1. Handelsbanken.se, (2015). *Handelsbanken*. [online] Hämtad från: [https://www.handelsbanken.se/shb/INeT/IStartSv.nsf/FrameSet?OpenView&iddef=privat&navid=Z2\\_Privatjanster&sa=/Shb/Inet/ICentSv.nsf/Default/q2C556E14BE3645DCC1256AAB0040C23B](https://www.handelsbanken.se/shb/INeT/IStartSv.nsf/FrameSet?OpenView&iddef=privat&navid=Z2_Privatjanster&sa=/Shb/Inet/ICentSv.nsf/Default/q2C556E14BE3645DCC1256AAB0040C23B) [Hämtad 17 april 2015].
2. Handelsbanken.se, (2015). Fonder med särskilt hållbarhetsfokus [online] Hämtad från: [https://www.handelsbanken.se/shb/inet/icentsv.nsf/vlookuppics/a\\_fonder\\_fonder\\_hallbarhetsfokus/\\$file/fonder\\_hallbarhetsfokus.pdf](https://www.handelsbanken.se/shb/inet/icentsv.nsf/vlookuppics/a_fonder_fonder_hallbarhetsfokus/$file/fonder_hallbarhetsfokus.pdf) [Hämtad 16 april 2015].

Kpa.se

1. Kpa.se, (2015). *Påverkan i praktiken 2014 - KPA Pension*. [online] Hämtad från: <http://kpa.se/om-kpa-pension/hallbarhet-och-etik/-paverkan-i-praktiken/fall-2014/> [Hämtad 10 maj 2015].
2. Kpa.se, (2015). *Så fungerar våra etiska placeringar - KPA Pension*. [online] Hämtad från: <http://kpa.se/om-kpa-pension/hallbarhet-och-etik/sa-fungerar-etiska-placeringar/> [Hämtad 22 april 2015].

OECD.org, (2008). OECD guidelines for Multinational Enterprises [online] OECD.org. Hämtad från: <http://www.oecd.org/corporate/mne/1922428.pdf> [Hämtad 15 april 2015].

Svenskkyrkan.se, (2015). *Ansvarsfulla investeringar*. [online] Hämtad från: <https://www.svenskkyrkan.se/ansvarsfullainvesteringar> [Hämtad 5 maj 2015].

Unglobalcompact.org, (2015). *United Nations Global Compact*. [online] Hämtad från: <https://www.unglobalcompact.org/AboutTheGC/TheTenPrinciples/index.html> [Hämtad 12 maj 2015].

Unpri.org. *The six Principles / Principles for Responsible Investment*. [online] Unpri.org. Hämtad från: <http://www.unpri.org/about-pri/the-six-principles/> [Hämtad 2 maj 2015].

Swedbankrobur.se. *Swedbank Robur*. [online] Hämtad från: <http://www.swedbankrobur.se/> [Hämtad 8 maj 2015].

### **7.3 Intervjuer**

Jamal Bergström, Elisabet, Chef för Corporate Governance och ansvarsfulla investeringar på Handelsbanken. Personligt möte, 2015-04-21

Nilsson, Anna, Chef för hållbarhetsanalys på Swedbank Robur. Telefonintervju, 2015-04-20

Henriks, Tomas, Marknadschef på Cliens. Personligt möte, 2015-04-20

Nyström, Fredrik, Chef för ansvarsfulla investeringar på Öhman. Personligt möte, 2015-04-20

Axelsson, Eva, Hållbarhetschef på KPA. Personligt möte, 2015-04-21

Roberts, Hanna, Engagement Director på GES. Telefonintervju, 2015-05-05

(

## 8. Appendix

### 8.1 Standardiserad intervjumall

#### Personlig Presentation

- *Vad är din tjänst och övergripande arbetsuppgifter? Hur länge har du arbetat med etiska placeringar och vilken kunskap har du inom ämnet?*
- *Hur definierar du (personligen) ordet och betydelsen av etik?*

#### Förvaltningsbolaget

- *Har du märkt av någon skillnad på efterfrågan av etiska aktier? Hur många väljer er för att ni har ett etiskt förhållningssätt?*
- *Vem konstruerar era etiska placeringsalternativ? Hur ser samarbetet ut mellan er hållbara avdelning och denna person(er)/avdelning ut?*
- *Vilka etiska kriterier tar ni hänsyn till när ni benämner en fond som etisk?*
- *Hur ser urvalsprocessen för att konstruera en etisk placeringsprodukt ut?*
- *Hur redovisas era kriterier för etiska fonder för externa intressenter?*
- *Hur säkerställs och kontrolleras det produkten uppnår kriterierna? Hur upprätthålls denna kontroll?*
- *Tillåts visst innehav i era etiska placeringsalternativ hantera någon typ av "oetiskt" företagande? Har ni någon procentandel som är tillåtet att på en icke etisk marknad?*
- *Tas beslut med hänsyn till internationella normer och konventioner?*
- *Vilka externa organisationer använder ni vid den etiska granskningen av företag?*
- *Tas någon extra premie ut för att hantera de etiska placeringarna?*
- *Vad händer om en etisk fond visar sig ha innehav som strider mot bestämda kriterier? Vem har ansvaret av kontrollering och vem bär ansvaret om det detta inträffar?*
- *Marknadsför ni att ni förvaltar etiska placeringar?*
- *Kan företagen utge etiska placeringar för syns skull?*
- *I framtiden, kommer alla aktier och fonder kunna anses etiska?*
- *Tror du man kan sätta standard för vad en etisk fond är på regeringsnivå?*



## 8.2 Global Engagement Service

Global Engagement Service (GES) är ett av Sveriges mest välkända analysföretag. De säljer tjänster som stödjer kapitalägare och kapitalförvaltare i deras process att hantera integrerade investeringsstrategier baserade på ESG-kriterier. GES förser kunden med information om vad som kan förbättras i en investering och på så vis skapa ett högre aktieägarvärde. Detta samtidigt som deras kunders trovärdighet och transparens ökar i och med deras etiska hänsynstagande.

GES är aktiva på den globala marknaden och upprätthåller ett företagsunivers på 18 000 företag. Den mängden har inte kunderna i sina univers, men för att kunna möta deras behov har GES valt att systematiskt öka sitt univers. Majoriteten av kunderna är kapitalägare eller kapitalförvaltare.

**Produkt ett:** Den produkt som majoriteten av GES kunder köper levereras i två delar.

- Den första delen hanterar kundens efterfrågan på uppdaterad information. GES gör bland annat SWOT-analyser, granskar rapporter och årsredovisningar samt pratar med externa informationsutgivare. De vill få en så klar bild av företaget som möjligt. Framförallt tittar GES på hur ESG-kriterier hanteras i verksamheten. Utifrån dessa analyser sammanställer GES univers med utvalda företag till varje specifik kund. De företag som finns med i en kunds univers, når upp till kundens specifika etiska preferenser och kriterier.

GES upprätthåller och uppdaterar informationen med en kontinuerlig incidentanalys på alla marknader. Det betyder att GES förser sina kunder med aktuell information och upplyser dem om det sker några förändringar hos företagen i deras specifika univers. Om någonting uppmärksammas som riskerar att sänka värdet på aktien, strida mot ESG-kriterierna eller internationella konventioner görs en djupare analys av det inträffade. GES försöker då utvärdera vad som hänt och vilket/vilka företag det har berört. De har starka och pålitliga kanaler på marknaden som de använder för att få så mycket information som möjligt om händelsen. Samtidigt uppdaterar de sina kunder om situationen och hur GES hanterar den.

- Den andra delen av produkten hanterar det aktiva påverkningsarbetet. Hanna Roberts, chef för Engagementavdelningen, och hennes medarbetare är arbetsgruppen som

hanterar kontakten med företagen. När en incident inträffar tar GES först beslut om det är på en nivå som gör att de bör involvera sig. Vid en upptäckt incident vill GES så snabbt som möjligt få kontakt med det företag som incidenten rör. Om incidenten utifrån aktieägarperspektivet är viktig att åtgärda, samt är omfattande, ska GES agera. Det första steget är att ta kontakt med det bolag incidenten gäller. Tillsammans går de igenom vad som bör göras och hur företaget planerar att åtgärda problemet. Tillsammans tar de fram mål och tidsplaner för att kunna se konkreta förbättringar och att företaget verkligen arbetar för att åtgärda problemet. Vid en olycka, exempelvis en oljeläcka, vill GES se att företaget tar till de resurser som krävs för att återställa problemet.

GES mäter och poängsätter sedan hur företagets gensvar är, hur mycket de bryr sig om sina aktieägare. De poängsätter även hur utvecklingen och framstegen fortlöper. Poängskalorna ligger mellan noll till fem och slås, efter två års tid, ihop och representerar det slutgiltiga betyg företaget tilldelas i sitt åtgärdsarbete. Om innehavsföretaget i det slutgiltiga betyget har en väldigt låg prestation är det inte intressant för GES att fortsätta engagera sig. I det läget anser Hanna Roberts att det är viktigt att meddela sina kunder sitt beslut. För att deras involveringsprocess ska ha en hög trovärdighet kommunicerar GES vad de baserat sitt beslut på, samt råder sina kunder att utesluta företaget. Dock är det kunden själv som tar beslut för sin egen verksamhet.

**Produkt två:** Det är ett fåtal kunder som efterfrågar någonting annat än GES standardprodukt. De önskar ett proaktivt arbete, för att säkerställa att sina innehavsföretag verkligen arbetar med ESG-kriterier i sin verksamhet. För dessa kunder erbjuder GES produkt 2. Produkten är mer exklusiv och innebär att GES engagerar sig trots att det ännu inte uppmärksammats någon incident. Påverkan handlar då om att proaktivt styra dessa företag mot en säkrare hantering, nya innovationer eller andra möjligheter för deras mer miljöskadliga och oetiska verksamheter. Förvaltare kan även köpa den produkt där GES gör en ESG-rating kundens innehav för att belysa de områden som kan komma att bli ett problem i framtiden.