



LUNDS UNIVERSITET

Ekonomihögskolan

**Ekonomihögskolan**  
**Företagsekonomiska Institutionen**

FEKN90

Företagsekonomi

*Examensarbete på Civilekonomprogrammet*

VT 2012

## **HÅLLBARHETSREDOVISNING – KANON ELLER KALKON?**

- en studie av fondanalytikers användning av hållbarhetsredovisningar

Författare:               Sofie Lindgren  
                                  Daniel Lindström

Handledare:             Johan Dergård  
                                  Niklas Sandell

## Förord

Vi skulle vilja tacka respondenterna på DNB Asset Management, Evli Fonder, Nordea Fonder, SEB och Fondbolag X för att ha ställt upp på att bli intervjuade och därigenom bidragit till att den här uppsatsen blivit möjlig att genomföra.

Vi vill också tacka vår opponentgrupp för den feedback vi har fått.

Slutligen vill vi rikta ett stort tack till våra handledare Johan Dergård och Niklas Sandell för alla goda råd och för all den tid Ni har avsatt under terminens gång för att vägleda oss. Ert starka engagemang har gjort uppsatsen ett strå vassare.

Lund, 18 maj 2012

---

*Sofie Lindgren*

---

*Daniel Lindström*

## SAMMANFATTNING

- Uppsatsens titel:** Hållbarhetsredovisning – kanon eller kalkon?  
En studie av fondanalytikerns användning av hållbarhetsredovisningar
- Seminariedatum:** 31 maj 2012
- Ämne/kurs:** Magisteruppsats, Företagsekonomi - redovisning, 30 HP
- Författare:** Sofie Lindgren och Daniel Lindström
- Handledare:** Johan Dergård och Niklas Sandell
- Fem nyckelord:** Hållbarhetsredovisning, fondbolag, analytiker, UN PRI, etisk fond
- Syfte:** Syftet med uppsatsen är att undersöka om och i sådana fall på vilket sätt fondanalytiker använder sig av företagets hållbarhetsredovisning i sina företagsanalyser.  
Bisytet är att undersöka hur användningen av hållbarhetsredovisningen i företagsanalyser skiljer sig åt hos fondanalytiker som arbetar med etiska fonder respektive de som arbetar med andra fonder.
- Metod:** För att undersöka syftet har vi valt att hålla intervjuer med fem fondbolag på den svenska marknaden för att få deras syn på hållbarhetsredovisning och etiska fonder. Intervjuerna har skett genom möten med analytiker och förvaltare på fondbolagen förutom i ett fall där intervjun skett via e-mail.
- Teori:** De teorier som valts för att undersöka och förklara ämnet är intressent-, legitimitets- och den institutionella teorin. Teorierna beskriver företags agerande och hur detta påverkas av samhället där de verkar.
- Empiri:** Empirin består av en sammanställning av de svar vi fått genom intervjuerna med de fem fondbolagen. Intervjuerna har spelats in och sedan transkriberats, slutligen har de mest relevanta delarna för uppsatsen tagits med och presenteras i empiriavsnittet.
- Slutsatser:** Det finns idag en viss efterfrågan för hållbarhetsredovisningar bland fondanalytiker och förvaltare, framförallt hos de med fokus på hållbarhet. Ändå verkar det som att många inte tar hållbarhetsfaktorer i beaktande på grund av kortsiktighet och avsaknaden av en koppling till de finansiella faktorerna. Det framstår som att företagen som presenterar hållbarhetsredovisningar inte vet hur eller vad de ska presentera. Fondförvaltare och analytiker av etiska fonder tycks inte heller ta hållbarhetsredovisningen i beaktande för att undersöka företagets hållbarhetsarbete då man övervägande använder sig av negativ screening. För att öka användningen av hållbarhetsredovisningar krävs en förändring i utformandet av dessa så att analytiker lättare ska kunna använda dessa som underlag för sina företagsanalyser.

## ABSTRACT

- Title:** Sustainability reporting –a curate’s egg?  
A study of fund analysts usage of sustainability reporting
- Seminar date:** 31st of May 2012
- Course:** Master thesis in business administration, 30 University Credit Points (30 ECTS).
- Authors:** Sofie Lindgren and Daniel Lindström
- Advisor/s:** Johan Dergård and Niklas Sandell
- Five key words:** Sustainability report, fund companies, analysts, UN PRI, ethical funds
- Purpose:** The purpose of the essay is to investigate whether fund analysts look at the sustainability report of companies when making their business analysis.  
The secondary purpose is to investigate how the usage of the sustainability report in business analysis differs between analysts working with ethical funds and analysts working with other funds.
- Methodology:** To execute this study we have chosen to hold interviews with five fund companies on the Swedish market to find out what their view is on sustainability reports and ethical funds. The interviews have been held at the offices of the fund companies apart from one interview that was held through e-mail communication.
- Theory:** The theories that have been chosen to explain and examine the subject are the stakeholder theory, the theory of legitimacy and the institutional theory. These theories describe the actions of companies and how these are affected by the society in which they operate.
- Empirics:** The empirics consist of a review of the answers that were received in the interviews with the five fund companies. The interviews were recorded, transcribed and the most relevant parts for the essay were selected and presented in the empirics.
- Conclusions:** A certain demand for sustainability reports exists among buy analysts and fund managers, especially amongst those with a focus on sustainability. Despite this our study shows that many of them do not take these questions into consideration due to short-term views and a lack of linkage to the financial matters. It also appears as if the companies that present these reports do not know how or what to present. Fund managers and analysts of ethical funds do not either seem to use the sustainability report to look into the sustainability activities of the companies as they mainly use negative screening. To increase the usage of sustainability reports a change in the design is required to facilitate for analysts to use the reports as a foundation in their business analysis.

## INNEHÅLLSFÖRTECKNING

<b>1. Inledning</b> .....	<b>7</b>
<b>1.1 Bakgrund</b> .....	<b>7</b>
<b>1.2 Problemdiskussion</b> .....	<b>8</b>
<b>1.3 Syfte</b> .....	<b>10</b>
<b>2. Referensram</b> .....	<b>11</b>
<b>2.1 Hållbarhet</b> .....	<b>11</b>
2.1.1 Bakgrund.....	11
2.1.2 Lagar och riktlinjer .....	11
<b>2.2 GRI</b> .....	<b>12</b>
2.2.1 Bakgrund.....	12
2.2.2 Användare.....	13
2.2.3 Innehåll .....	13
<b>2.3 Sustainable and Responsible Investments</b> .....	<b>14</b>
2.3.1 Bakgrund.....	14
2.3.2 SRI strategier .....	14
2.3.3 UN PRI .....	16
<b>2.4 Intressent-, legitimitets- och institutionella teorin</b> .....	<b>17</b>
2.4.1 Intressentteorin .....	17
2.4.2 Legitimitetsteorin.....	18
2.4.3 Institutionella teorin.....	19
<b>3. Metod</b> .....	<b>21</b>
<b>3.1 Analytiker</b> .....	<b>21</b>
<b>3.2 Intervjuer</b> .....	<b>22</b>
<b>3.3 Val av företag</b> .....	<b>23</b>
<b>3.4 Intervjufrågor</b> .....	<b>24</b>
3.4.1 Öppna svarsalternativ .....	24
3.4.2 Slutna svarsalternativ .....	25
<b>3.5 Analys</b> .....	<b>25</b>
<b>4. Intervjusvar</b> .....	<b>27</b>
<b>4.1 DNB Asset Management</b> .....	<b>27</b>
4.1.1 Bakgrund .....	27
4.1.2 Företagsanalys .....	27
4.1.3 UN PRI .....	28
4.1.4 Hållbarhet .....	29
4.1.5 Etiska fonder.....	29
<b>4.2 Fondbolag X</b> .....	<b>31</b>
4.2.1 Bakgrund .....	31
4.2.2 Företagsanalys .....	31
4.2.3 UN PRI .....	31
4.2.4 Hållbarhet .....	33
<b>4.3 Nordea Fonder</b> .....	<b>35</b>
4.3.1 Bakgrund .....	35
4.3.2 Företagsanalys .....	35
4.3.3 UN PRI .....	35
4.3.4 Hållbarhet .....	36

4.3.5 Etiska fonder .....	38
<b>4.4 SEB .....</b>	<b>40</b>
4.4.1 Bakgrund .....	40
4.4.2 Företagsanalys .....	40
4.4.3 UN PRI .....	40
4.4.4 Hållbarhet .....	41
4.4.5 Etiska fonder .....	43
<b>4.5 Evli Fonder .....</b>	<b>44</b>
4.5.1 Bakgrund .....	44
4.5.2 Företagsanalys .....	44
4.5.3 UN PRI .....	44
4.5.4 Hållbarhet .....	45
<b>5. Analys .....</b>	<b>47</b>
5.1 Legitimitetsteori och institutionell teori .....	47
5.2 Hållbarhetsredovisning .....	48
5.3 Positiv och negativ screening .....	50
5.4 Bidrag till litteraturen .....	51
<b>6. Slutsats .....</b>	<b>52</b>
6.1 Huvudsyfte .....	52
6.2 Bisyfte .....	53
6.3 Förslag till vidare forskning .....	53
<b>Källförteckning.....</b>	<b>55</b>

## **Bilaga 1 – Frågeformulär**

## **Bilaga 2 - Artikel**

## 1. INLEDNING

*Uppsatsen inleds med en introduktion till ämnet hållbarhetsredovisning. Denna kommer att mynna ut i en problemdiskussion där de olika argumenten för och mot hållbarhetsredovisning kommer presenteras. Slutligen avslutas kapitlet med uppsatsens syfte.*

### **1.1 Bakgrund**

Hållbarhet handlar om företagens ekonomiska, miljömässiga och sociala ansvarstagande och hur dessa dimensioner inte är självständiga utan är integrerade och påverkas av varandra (United Nations, 1987).

Vi står idag inför stora utmaningar. Enligt Larsson, Bratt & Sandahl (2011) så hotar klimatförändringar, en global befolkningstillväxt, extrem fattigdom, skogsskövling och artutrotning vår jord och dess naturresurser. Vi människor konsumerar förnybara resurser i en snabbare takt än vad jorden kan ersätta dem och det släpps ut mer koldioxid än vad jordens ekosystem kan absorbera. Dagligen möts vi av larmrapporter om människans, jordens och ekonomins kritiska tillstånd. Det råder oro runt om i finansvärlden medan det blir allt tydligare att vår planet inte har obegränsade resurser och att naturen har en begränsad kapacitet att absorbera avfall. Världsnaturfonden (2010) delar samma mening och menar att jordens resurser överutnyttjas och förbrukas i en snabbare takt än vad nya kan produceras.

Detta har tillsammans med en våg av företagsskandaler och börskrascher det senaste decenniet skapat ett allt större missnöje bland allmänheten mot företagen vilket har resulterat i ett ökat krav på företagens ansvarstagande och etiska förhållningssätt. Företagen har svarat på detta missnöje genom att etablera hållbarhetsstrategier och ta ett större socialt ansvar i förhållande till sina intressenter (Sveriges Finansanalytikers Förening, 2008).

Den första hållbarhetsrapporten släpptes år 1989 och omvärldens medvetenhet, krav och förväntningar på hållbarhetsområdet ökade kraftigt de nästföljande åren (Kolk, 2004). Denna ökade medvetenhet var ett resultat av ett antal publikationer av diverse FN-rapporter om sambandet mellan miljö och ekonomisk utveckling samt de globala konsekvenserna av internationella miljökatastrofer med Exxon-Valdezkatastrofen år 1989 som den mest kända. Företagens intressenter blev mer intresserade av att få veta hur företagen påverkar miljön och samhället där de verkar i och vilket ansvar de tar (Ljungberg & Barkland, 2010). Detta resulterade i att the Global Reporting Initiative (GRI) bildades år 1997. GRI har sedan det bildades fungerat som det huvudsakliga ramverket för hållbarhetsredovisning (Globalreporting,

2012).

Enligt Ljungberg & Barkland (2010) efterfrågar investerare hållbarhet och intresserar sig alltmer för redovisning av miljömässigt och socialt ansvarstagande nu när hållbarhetsrelaterade risker har blivit mer påtagliga för företagen. Sustainable and Responsible Investments (SRI), även känt som ansvarsfulla investeringar, är en investeringsstrategi där man söker både finansiell avkastning och hållbarhetsarbete från företagens sida. Efter initiativ från Kofi Annan, den före detta generalsekreteraren för FN, tog FN och ett nätverk bestående av representanter från forskarvärlden, investerargrupper, regeringar och andra intresseorganisationer år 2006 tillsammans fram The United Nations Principles for Responsible Investments (UN PRI). Idag är UN PRI de ledande riktlinjerna bland investerare för att öka kännedomen om hållbarhet och driva utvecklingen av hållbarhetsredovisning. Målet var att ta fram gemensamma principer för ansvarsfulla investeringar och ett ramverk för investerare som vill integrera miljö- och sociala frågor i sina företagsanalyser (UNPRI, 2012a).

Idag presenteras hållbarhetsredovisningen i en separat del av årsrapporten. Finansmarknaden anses nu dock vara mogen för att hållbarhetsredovisningen ska utvecklas ytterligare. Enligt Lennartsson (2011) driver analytiker och investerare på utvecklingen mot en integrerad rapport där hållbarhetsredovisningen integreras med den finansiella redovisningen. Syftet är att en helhetsbild av företagets totala prestation lättare ska framträda. Framförallt långsiktiga institutionella investerare kommer i ökande takt att efterlysa detta för att kunna värdera portföljriskerna på ett bättre sätt (Larsson, 2011). The International Integrated Reporting Committee (IIRC) etablerades år 2010 med ambitionen att ena standardsättare och normgivare kring utvecklingen av ett ramverk för integrerad rapportering. Tanken är att när detta ramverk är klart ska det harmoniseras med nästa generation av GRI:s riktlinjer (The IIRC, 2012).

## ***1.2. Problemdiskussion***

Hållbarhet har vuxit i popularitet och blivit mycket uppmärksammat de senaste åren. Att mäta och redovisa sitt hållbarhetsarbete har blivit en allmän norm bland företagen. Enligt en CEO Survey gjord av Accenture 2010, med 766 verkställande direktörer, kommer hållbarhetsfrågor att vara viktiga för den framtida risk- och lönsamhetsbedömningen för 93% av världens företag (United Nations Global Compact, 2010). En ökning har skett från 50% år 2007 till 81% år 2010 bland ledare som säger att hållbarhetsarbetet har blivit en del av företagets strategi och verksamhet. Till grund för detta finns incitament för företagen att genom hållbarhetsarbete



bland annat öka kostnadseffektiviteten och lönsamheten, skapa personlig motivation och framförallt beakta sina intressenters efterfrågan. Hållbarhetsarbetet redovisas vanligen i enlighet med riktlinjerna från GRI som är de enda vedertagna riktlinjerna för hållbarhetsredovisning som har internationell spridning och som idag används av 3 500 företag runt om i världen (GRI Database, 2011). Andelen av världens 250 största bolag som redovisar hållbarhetsredovisning enligt GRI:s riktlinjer har ökat från 52% år 2005 till 95% år 2011 (KPMG, 2011). År 2009 var det 88% av totalt 179 undersökta bolag noterade på Stockholmsbörsen som publicerade hållbarhetsredovisningar (Pwc, 2009).

Allt fler företag väljer alltså att publicera hållbarhetsredovisningar som ett svar på omvärldens krav. Enligt Ljungberg & Barkland (2010) beror detta på att företagens intressenter har blivit mer intresserade av att få veta hur företagen påverkar miljön och samhället där de verkar i och vilket ansvar de tar. Det ökade trycket från marknaden medför att företagen kan gå miste om investerare om de väljer att inte redovisa sitt hållbarhetsarbete och därmed inte beaktar behoven hos sina viktigaste intressenter ("Sverige halkar efter", 2011). Vilka som är ett företags viktigaste intressenter varierar men vanligen räknas ägare, kunder, investerare, leverantörer och staten in i gruppen primära intressenter. Det råder ett stort ömsesidigt beroende mellan företagen och dess primära intressenter och om en av dessa intressenter blir missnöjda kan företaget bli allvarligt skadat eller upphöra att existera (Clarkson, 1995). Ett företags intressenter har makt att påverka företaget och företagen måste förtjäna sitt *license to operate*, ett förtroende att verka från dess viktigaste intressenter (Gray, Owen & Adams, 1996). En uppsats från 2003 visar på att företag ofta har just detta argument som initiativ att upprätthålla en hållbarhetsredovisning, att skapa legitimitet för företaget och man använder sig av GRIs riktlinjer för att skapa trovärdighet till denna information (Hedberg & von Malmborg, 2003).

Mycket tyder på att det är företagens intressenter som ligger bakom denna ökning i popularitet av hållbarhetsredovisningar. Därför är det förvånande att data från det finansiella informationsföretaget Bloomberg (Brabeck-Letmathe, 2011) visar att det vanligaste klagomålet från företag som arbetar med hållbarhetsredovisning är att investerarna generellt sett verkar vara likgiltiga inför denna rapportering. Sjöberg (2010) är inne på samma spår och hävdar att det är väldigt få som läser hållbarhetsrapporterna och att de förbises av analytikerna.

Samtidigt som företagen har denna uppfattning verkar hållbarhetsrapporter få större vikt för analytikerkåren då Svenska Finansanalytikers Förening (SFF) i slutet av år 2007 presenterade

rekommendationer om hållbarhetsinformation för analytiker. SFF ser en nytta med hållbarhetsredovisning genom att det ger företagen möjlighet att stärka varumärket och attrahera investerare (Svenska Finansanalytikers Förening, 2008). Vidare behöver analytiker få tillgång till denna information då miljöfaktorer och frågor kring socialt ansvar påverkar många företags framtida kassaflöden både i positiv och negativ riktning (Naturvårdsverket, 2005). I SFFs rekommendation om Corporate Responsibility nämns det att analytiker vill att de icke-finansiella frågorna som miljö- och sociala faktorer ska redovisas för att kunna förstå företagens omvärlds- och riskanalys (Svenska Finansanalytikers Förening, 2008).

SFFs uppfattning skiljer sig från en undersökning gjord av Jaworski (2007) bland 850 investerare och köp- och säljanalytiker från 328 olika institutioner i Europa. Där har man kommit fram till att trots att konceptet om hållbarhetsinformation har fått ökad acceptans är det många inom finansvärlden som inte tar dessa faktorer i beaktande i sina analyser, värderingar och beslutstagande. Analytiker har blivit kritiserade för sin ignorans för dessa faktorer eftersom det leder till att för mycket fokus läggs på nästa kvartals siffror på bekostnad av långsiktigt värde för företaget och dess intressenter.

Vidare visar en studie gjord av Jansson och Biel (2011) att SRI först och främst är drivet av institutionella investerare och för många av dessa är det viktigt att framstå som ansvarsfulla inför sina kunder och allmänheten för att undvika negativ mediaexponering. För investmentbanker och fondbolag som är stora aktörer inom SRI representerar SRI oftast en väldigt låg andel av deras investeringar och SRI används som ett alternativ till mer konventionella investeringar för att attrahera en nischad marknad av ansvarsfulla investerare. SRI kan för många av dessa investerare mer ses som ett skyltfönster med lite eller ingen innebörd för deras allmänna investeringstillämpning.

### ***1.3. Syfte***

#### *Huvudsyfte*

Syftet med uppsatsen är att undersöka om och i sådana fall på vilket sätt fondanalytiker använder sig av företagens hållbarhetsredovisningar i sina företagsanalyser.

#### *Bisyfte*

Vi ämnar också undersöka hur användningen av hållbarhetsredovisningen i företagsanalyser skiljer sig åt hos fondanalytiker som arbetar med etiska fonder respektive de som arbetar med andra fonder.

## **2. REFERENSRAM**

*I detta kapitel presenteras de olika begrepp och teorier som ligger till grund för uppsatsen och som kan förklara och tydliggöra företagens agerande. Kapitlet inleds med en genomgång av begreppet hållbarhet och de riktlinjer som finns för att upprätta en hållbarhetsredovisning, vidare kommer begreppen ansvarsfulla investeringar och UN PRI att förklaras. Kapitlet avslutas med en genomgång av intressent-, legitimitets- och den institutionella teorin.*

### **2.1. Hållbarhet**

#### *2.1.1. Bakgrund*

Hållbarhet handlar om företagens ekonomiska, miljömässiga och sociala ansvarstagande och blev allmänt känt som begrepp år 1987 i Brundtlandrapporten. Uppdraget med rapporten var att undersöka och analysera de kritiska miljö- och utvecklingsfrågorna och hållbar utveckling definierades som ”en utveckling som tillfredsställer dagens behov utan att äventyra kommande generationers möjligheter att tillfredsställa sina behov” (United Nations, 1987). Den grundläggande idén bakom hållbarhet är att det nuvarande beteendet, speciellt i de utvecklade länderna, är ohållbart och därför hotar de nuvarande och framtida levnadssätten (Gray et al., 1996). Eftersom vi människor är beroende av naturen och dess kretslopp är det nödvändigt att se till att ekosystemens funktioner inte utarmas, annars kommer den naturliga resursbasen och den ekonomiska tillväxten inte att kunna upprätthållas för kommande generationer (Statens Offentliga Utredningar, 2004). Brundtlandrapporten lyfte fram att de ekonomiska, sociala och miljömässiga dimensionerna inte är självständiga utan att de är integrerade och påverkas av varandra (United Nations, 1987). Hur ett land handskas med sin miljö och sina naturresurser har en avgörande betydelse för såväl den ekonomiska som den sociala utvecklingen och tvärtom (Larsson et. al., 2011). Dessa tre dimensioner är varandras stöd och förutsättningar och när utvecklingen utav en av dem leder till förbättringar i en annan så anses utvecklingen vara hållbar (Statens Offentliga Utredningar, 2004).

#### *2.1.2. Lagar och riktlinjer*

Det regulatoriska landskapet inom hållbarhetsområdet har utvecklats avsevärt i alla delar av världen. Koder och regleringsåtgärder gällande hållbarhet finns nu i alltfler länder. En genomgång av obligatoriska och frivilliga standarder för rapportering om hållbarhet i 30 olika länder har visat att både internationella och nationella standarder, koder och riktlinjer samt lagstiftning för hållbarhetsredovisning har utvecklats starkt det senaste decenniet (United Nations Environment Programme & KPMG, 2010).

I Danmark införde man i december 2008 en ny lag som tvingar de 1100 största företagen i landet att hållbarhetsrapportera från och med räkenskapsåret 2009 (The Danish Commerce and Companies Agency, 2010). I Sverige beslutade den svenska regeringen i november 2007 att som första land i världen kräva att samtliga statliga bolag från och med räkenskapsåret 2008 ska hållbarhetsredovisa enligt GRI:s internationella riktlinjer (Regeringskansliet, 2007). I en studie som gjordes av Borglund, Frostenson och Windell (2010) kunde man konstatera att hållbarhetsfrågorna bland de svenska statliga bolagen hade blivit mer prioriterade hos ledningen och styrelsen samtidigt som medvetenheten och engagemanget för dessa frågor hade ökat.

Det finns en positiv inverkan av att kräva av företagen att hållbarhetsrapportera. En obligatorisk hållbarhetsrapportering leder till en ökad medvetenhet kring hållbarhetsarbete i företagsledningen och att hållbarhetsfrågor ges en större prioritering. Hållbarhetsrapportering ökar inte bara transparensen in och ut från företaget utan kan också förändra företagets beteende. Att behöva redovisa sitt hållbarhetsarbete tvingar företagen att tänka om och granska sitt arbete inom hållbarhetsområdet för att förhindra att lämna ut en undermålig hållbarhetsrapport till deras intressenter (Ionnau & Serafeim, 2011).

## **2.2. GRI**

### *2.2.1. Bakgrund*

The Global Reporting Initiative (GRI) är en ideell organisation som bildades i Boston år 1997 med syftet att arbeta för en hållbar global ekonomi, definierat som en ekonomi som kombinerar lönsamhet på lång sikt med social rättvisa och omtanke om miljön. För att nå detta mål har de utfärdat ett ramverk för hållbarhetsredovisning som idag har nått ett vidsträckt användande världen över. Riktlinjerna berör områdena ekonomi, miljö, samhälle och bolagsstyrning. Organisationen har ett globalt nätverk på omkring 30 000 personer, varav många hållbarhetsexperter, som hjälper till med utvecklingen av ramverket (Globalreporting, 2012).

Den första versionen av ramverket lanserades år 2000 och följdes av den andra generationens riktlinjer (G2) år 2002 då GRI även blev formellt presenterade som en medverkande organisation till the United Nations Environment Program (UNEP). Då angav också många länder att GRI var en viktig del av deras hållbarhetsutveckling, däribland Norge, Nederländerna, Sverige och Tyskland. År 2006 kom den nuvarande generationens riktlinjer (G3) som uppdaterades år 2011 till version G3.1. Denna uppdatering ger mer omfattande riktlinjer gällande rapportering på frågor som rör könsfördelning, den lokala samhällspåverkan och mänskliga rättigheter. Den fjärde generationens riktlinjer (G4) är under utveckling och

kommer att lanseras i maj 2013 (GRI, 2011).

### *2.2.2. Användare*

Ramverket är utformat för att kunna användas av alla organisationer oavsett storlek, sektor eller geografisk placering. Praktiska problem som kan återfinnas inom många typer av organisationer, från små till stora företag med stor geografisk spridning har tagits hänsyn till i riktlinjerna (GRI, 2011).

GRI kan appliceras på olika nivåer, så kallade ”application levels”, dessa ska klargöras av det rapporterande företaget så att läsarna har klart för sig till vilken grad, och vilka utav, riktlinjerna som har följts. Syftet med detta system är att företagen gradvis ska kunna tillämpa ramverket. Det finns tre olika applikationsnivåer anpassade till vilken grad av tillämpning företaget gjort. Dessa är C, B och A som symboliserar en ökande grad av implementering. Företagen kan själva lägga till ett plus (+) på varje nivå om de har använt sig av extern kontroll (revision). Graden av implementering bestäms av företagen själva genom en egen bedömning av rapportens innehåll vägt mot kriterierna för GRIs olika applikationsnivåer (GRI, 2011).

### *2.2.3. Innehåll*

Ramverket innehåller både grundläggande riktlinjer samt tillägg för specifika sektorer. Tilläggen har skapats för att ta med de speciella frågor och ämnen som ska tas med inom olika sektorer men som inte omfattas av de grundläggande riktlinjerna. Det kan röra sig om till exempel ljudnivåer på flygplatser, djurens välmående i livsmedelstillverkning eller progameffektivitet för ideella organisationer (GRI, 2011).

Riktlinjerna består av olika principer för hur man definierar rapportens innehåll samt försäkrar sig om kvalitén på denna information. Vidare återfinns ledning för implementering, särredovisningar och nyckeltal vilka alla anses ha samma vikt i rapporteringen. De tre typer av särredovisningar som ska tas med ska behandla: strategi och profil (i förhållande till hållbarhet), ledningsstil och nyckeltal. GRI ger exempel på nyckeltal inom områdena produktansvar, samhällspåverkan, mänskliga rättigheter, arbetsförhållanden, miljö och ekonomi. Den ekonomiska dimensionen inom hållbarhet handlar om företagets påverkan på de ekonomiska förutsättningarna hos dess intressenter och på det ekonomiska systemen på lokal, nationell och global nivå (GRI, 2011).

GRI har ett intressentperspektiv och anser att transparens gällande hållbarhet är av intresse för flera intressenter, bland annat företag, anställda, ideella organisationer och investerare. Därför ska rapporten återge hur företaget påverkar hållbarheten i samhället och samtidigt ta i beaktande förväntningar och intressen hos de existerande och framtida intressenterna (GRI, 2011).

## ***2.3. Sustainable and Responsible Investments***

### ***2.3.1 Bakgrund***

Sustainable and Responsible investments (SRI) är idag den allmänna internationella benämningen på investeringar som följer United Nations Principles for Responsible Investments (beskrivs i 2.3.3). SRI är ett samlingsnamn för etiska-, sociala-, hållbara- och ansvarsfulla investeringar. I september 2010 hade 808 institutioner världen över undertecknat principerna om hållbara investeringar vilket betyder att \$22 000 miljarder av tillgångar följde principerna vid den tidpunkten (varav \$300 miljarder var förvaltade av institutioner i Sverige). När man söker efter SRI rekommenderas det att man använder sig av två olika strategier antingen separat eller gemensamt, (i) företagsengagemang och (ii) screening-metoder. Företagsengagemang är en proaktiv metod som involverar en dialog med företagsledningen och användandet av rösträtten för att sätta press på företagen att arbeta med hållbarhetsfrågor. Screening-metoder kan delas in i negativ och positiv screening (Eurosif, 2010). Den mest förekommande metoden har varit att använda sig av negativ screening som innebär att man väljer bort vissa branscher att investera i då de anses vara oetiska, till exempel alkohol- och tobaksbranschen. Idag övergår många fondbolag till att kombinera detta med positiv screening som innebär att man istället gör mer aktiva val och väljer att investera i företag som är ett föredöme inom hållbarhetsområdet (Fairtradecenter, 2012).

### ***2.3.2 SRI strategier***

Som nämnts ovan finns det olika metoder för fondbolagen att hitta SRI, ansvarsfulla investeringar. De vanligaste indelningarna för dessa sätt är så kallad positiv och negativ screening. Vid positiv screening väljer man att investera i företag som ligger i framkant och är en förebild inom hållbarhetsarbete medan negativ screening innebär att man väljer bort företag att investera i, ofta sådana som verkar inom kontroversiella sektorer (Swedbank, 2012). De olika formerna av screening kan delas upp ytterligare under rubrikerna Core SRI och Broad SRI, vilka kommer redogöras för nedan, definitionerna är hämtade från the European Sustainable Investment Forum (Eurosif, 2010).

### ***Core SRI***

*Norm- och värdebaserad screening* kallas det när man identifierar och exkluderar företag som bryter mot internationella normer, principer och konventioner. Ofta tar företag hjälp av externa företag för att få fram listor på företag som bryter mot dessa. Vid värdebaserad screening utesluter man företag baserat på två eller fler negativa kriterier. Det är dessa metoder som oftast förknippas med negativ screening.

*Best-in-class* innebär att man väljer att investera i företag som presterar bäst inom en sektor eller bransch baserat på hur de hanterar olika sociala-, miljö- och bolagsstyrningsproblem. Man söker alltså efter de företag som presterar bäst inom till exempel hållbarhet och miljö. Det är detta som de flesta förknippar med positiv screening.

*Tematiska fonder med en SRI komponent* är fonder som till största delen investerar i ”ren energi” som till exempel vindkraft. Dessa fonder expanderar hela tiden och utvecklas till att investera i fler sektorer än endast energi.

### ***Broad SRI***

*Enkla exkluderingar* är när man exkluderar företag på grund av att de inte uppfyller en eller två förutbestämda kriterier.

*Engagement* handlar om att man engagerar sig i företag, ofta genom diskussioner med ledningen, gällande frågor om till exempel bolagsstyrning, miljö och socialt engagemang för att påverka dem att handla på ett mer hållbart sätt.

*Integrering* innebär att man som analytiker eller förvaltare inkluderar ESG (environmental, social and governance) faktorer i sin traditionella finansiella analys. Skeptiker anser att förvaltare som använder denna metod inte har visat tillräckligt tydligt hur dessa ESG faktorer faktiskt implementeras.

Hur dessa olika metoder används runt om i Europa varierar från land till land på grund av kulturella olikheter. I Sverige dominerar urvalet av ansvarsfulla investeringar av negativ screening, normscreening och engagement. Den vanligaste av dessa är den normbaserade screeningen som används av 67,5% av det ansvarsfullt investerade kapitalet. Den etiska screeningen används av 45% och inkluderar huvudsakligen miljömässiga aspekter, vapen och tobak. Den näst vanligaste strategin som används i Sverige är engagement som används av 38,9% av kapitalet. Integrering växer i användning och blir mer och mer populärt bland

investeringarna. Best-in-class, eller positiv screening har minskat i Sverige och tematiska fonder eller andra positiva metoder existerar nästan inte alls (Eurosif, 2012).

### 2.3.3 UN PRI

UN PRI, United Nations Principles for Responsible Investments, är sex principer framtagna som ett ramverk för investerare världen över gällande hur de ska beakta ESG-faktorer i sina analyser. Idén till dessa principer kom från investeringsbranschen som reflekterade över hur ESG-faktorer kan påverka investeringsportföljens prestationer och att investerare därför måste beakta dessa faktorer om de ska uppfylla sin plikt gentemot sina kunder. Principerna tillhandahåller ett frivilligt ramverk genom vilket alla investerare kan införliva ESG faktorer i sitt beslutsfattande så att deras mål bättre ska stämma överens med de från samhället i stort. Processen att skapa UN PRI samordnades av the United Nations Environment Programme Finance Initiative och the UN Global Compact. Efter att principerna släppts skapades the PRI Initiative som ett sätt att hjälpa investerare att implementera principerna. The Initiative finansieras av en årlig avgift från de som skrivit under. PRI stöder de som skrivit under principerna genom ett rapporteringsformulär som är obligatorisk att fylla i efter en ettårs period där man får betyg efter hur väl man efterföljer principerna (UNPRI, 2012a). I Sverige har 28 fondbolag valt att skriva under UN PRI (UNPRI, 2012b).

Utformningen av ramverket är uppbyggt så att de som skrivit under ska kunna nå tre typer av mål. Det första handlar om att skapa transparens och ansvarsskyldighet för PRI och dess undertecknare. Det andra handlar om de undertecknades transparens gällande ansvarsfulla investeringar. Slutligen behandlas målet att bistå med verktyg så att de som skrivit under kan mäta sina prestationer inom området mot vissa mått (UNPRI, 2012c). Nedan följer de sex principerna inom UN PRI:

1. Vi ska beakta miljö-, samhälls- och ägarstyrningsaspekter i våra investeringsanalyser och placeringsbeslut.
2. Vi ska vara aktiva ägare och införliva miljö-, samhälls- och ägarstyrningsaspekter i våra riktlinjer och i vårt arbete.
3. Vi ska verka för en större öppenhet kring miljö- och samhällsfrågor samt ägarstyrning hos de företag som vi placerar i.
4. Vi ska aktivt verka för att dessa principer följs i finansbranschen.
5. Vi ska samarbeta för att följa principerna så effektivt som möjligt.
6. Vi ska redovisa vad vi gör och hur långt vi har nått i vårt arbete med att följa principerna.



(Fondbolagens Förening, 2012a)

## **2.4 Intressent-, legitimitets- och institutionella teorin**

*De teorier som presenteras nedan försöker förklara organisationers handlade och hur detta påverkas av olika faktorer. Teorierna har valts då de kan tänkas hjälpa till att förklara varför fondbolagen agerar som de gör och hur deras handlande inte bara påverkas av dem själva utan även av det som pågår i deras omgivning.*

### **2.4.1 Intressentteorin**

En intressent definieras efter antingen en snäv eller en bred definition. Den snäva definitionen anger en intressent som en identifierbar grupp eller individ som företaget är beroende av för sin fortsatta överlevnad. Här räknas de primära intressenterna in vilka är; ägare, investerare, kunder, leverantörer och staten. Den bredare definitionen av en intressent inkluderar alla identifierbara grupper och individer som påverkas av företags aktiviteter eller har möjlighet att påverka dessa (Freeman, 1983). Hädanefter kommer den breda definitionen av intressent att användas.

Intressentteorin är en systemorienterad teori där det finns en syn att det existerar ett dynamiskt och komplext samspel mellan företaget och dess omgivning (Gray et al., 1996). Enligt Deegan (2000) har företags intressenter kontroll eller möjligheten till, antingen direkt eller indirekt, kontroll över resurser som är nödvändiga för företaget. Intressentmakten avgörs av graden av kontroll som de har över resurserna. Det kan vara institut som har kontroll över utlåning av kredit, fackföreningar som har kontroll över arbetskraft, media i ställning av inflytelserik åsiktsbildare eller konsumenter som har förmågan att påverka konsumtionen av företags produkter och tjänster.

För att överleva måste företagen få stöd av intressenterna och företagens verksamhet och beteende måste anpassas för att detta stöd ska fås och behållas. Ju mer inflytelserik en intressent är desto mer måste företagen anpassa sig (Gray, Kouhy & Lavers, 1995) och desto mer sannolikt är det att företagen kommer att agera på ett sätt som tillfredsställer intressenternas krav och förväntningar (Ullman, 1985). Hållbarhetsredovisning är ett relativt framgångsrikt tillvägagångssätt för företagen att behålla en bra relation till deras intressenter. Det går att tolka ett företags val att frivilligt ge ut en hållbarhetsredovisning som att företaget agerar i enlighet med intressentteorin. Roberts (1992) menar att man i en hållbarhetsrapport kan

utläsa vilka intressenter som är av stor betydelse för ett företag och därmed vilka som företaget ämnar påverka.

#### *2.4.2 Legitimitetsteorin*

Precis som intressentteorin är legitimitetsteorin en systemorienterad teori där företaget antas vara påverkat av, och i sin tur påverka, samhället där det verkar (Deegan, 2000). I överensstämmelse med uppfattningen att ett företag är en del av ett större socialt system så existerar företagen när samhället anser att de är legitima. Legitimitet är en generaliserad uppfattning eller antagande om att ett företags agerande är önskvärt och lämpligt när det överensstämmer med de socialt konstruerade normer, värderingar och idéer som existerar i samhället (Suchman, 1995). Ett företag kan bara fortsätta att existera om samhället där det existerar uppfattar att företaget lever efter det värdesystem som är i enlighet med samhällets eget värdesystem (Gray et al., 1996).

Deegan (2000) menar att det kan sägas existera ett socialt kontrakt mellan företaget och samhället. Samhället tillhandahåller företagen deras rättsliga status och befogenheten att äga och använda naturliga resurser samt att anställa folk. Företagen drar nytta av samhällets resurser och producerar i sin tur varor, tjänster och avfallsprodukter. Ett företag har inga inneboende rättigheter till dessa förmåner och för att företagen ska erhålla legitimitet förväntar sig samhället att dessa förmåner överstiger kostnaden för samhället. Företagens överlevnad kommer att hotas om samhället anser att detta sociala kontrakt har brutits. Detta kan inträffa genom att till exempel konsumenterna slutar att efterfråga företagens produkter, leverantörer eller kreditinstitut slutar att samarbeta med företaget eller att staten genom böter eller lagar förhindrar att företaget betar sig på ett ur samhällets perspektiv icke acceptabelt sätt.

Företagen kan möta många hot mot deras legitimitet och kan när detta sker använda sig av olika strategier. Vid till exempel en allvarlig olycka eller en miljö- eller finansskandal kan ett företag; a) försöka att informera och övertala sina intressenter om företagets goda intentioner och att man gör sitt bästa för att förbättra situationen b) försöka att förändra intressenternas uppfattning om situationen (men utan att egentligen ändra på företagets beteende) c) avleda uppmärksamheten bort från den aktuella händelsen och koncentrera uppmärksamheten på en annan icke-relaterad och positiv aktivitet d) försöka att ändra på de externa förväntningar på företagets uppträdande (till exempel förklara varför man inte är ansvarig för att de mänskliga rättigheterna inte följs hos en av sina underleverantörer som verkar i en repressiv regim). En del hållbarhetsinitiativ från företag kan spåras tillbaka till någon av dessa strategier. Att man till

exempel lägger tonvikt på de positiva aspekterna på ett företags beteende och hållbarhetsarbete framför de negativa aspekterna kan förklaras som en tillvägagångssätt som företaget använder sig av för att erhålla legitimitet (Grey et al., 1996).

### *2.4.3. Institutionell teori*

Det traditionella synsättet inom organisationsteori menar att organisationer är rationella, som istället för att påverkas av moden och trender är stabila och som förvisso till viss del påverkas av dessa trender, men inte tar dem till sig förrän de noga övervägts. Utgångspunkten är antagandet om den rationella människan, som alltid gör det som är bäst för sig själv oavsett vad omgivningen gör. Men det är inte alla som har godtagit detta synsätt och det var på grund av kritik mot antagandet om den rationella människan som den tidiga institutionella teorin växte fram (Eriksson-Zetterquist, 2009).

Institutionell teori förklarar miljön som en organisation verkar i och vad som påverkar dess beslut. Det handlar om hur uppförande i organisationer inte följer ett rationellt handlande utan snarare följer beteendet hos andra organisationer eller de formella och informella regler som existerar (DiMaggio & Powell, 1983). Organisationerna påverkas således av en normativ press som oftast kommer utifrån och även av att skaffa sig legitimitet. Genom att anpassa sig till dessa normativa och legitimerande krav blir organisationerna mer lika varandra och anpassningen skapar även förutsättningar för företagets överlevnad (Zucker, 1987). Teorin behandlar främst påverkan av andra organisationer, och hur man på detta sätt tar till sig nya idéer och förändringar, samtidigt som organisationen i sig också påverkar sin omvärld. Hedlund (2007) menar att varje samhälle kan uppfattas som en institutionell matris som består av en uppsättning av regler och normer, matrisen definierar ett spel som hela tiden pågår mellan olika aktörer, både individer och organisationer. De informella normerna är de som verkligen bestämmer hur vi uppträder, det är oskrivna regler som härstammar från traditioner och sedvanor till offentliga normer som behandlar allt ifrån mänskliga rättigheter till affärsetik, till mer specifika normer om hur vi uppför oss i vissa miljöer eller organisationer. Vissa av dessa har en nära koppling till formella regler, som finns för att förtydliga och stärka de informella normerna.

Det som kallas ny institutionell teori handlar om hur organisationer skaffar sig legitimitet och att de delvis gör detta genom att anpassa sig till de förändrade normerna i samhället. En organisations formella struktur bidrar till dess legitimitet då den avspeglar de föreställningar som finns i dess omgivning. Dess överlevnad och framgång beror på organisationens förmåga

att anpassa sig och bli legitimerad av de omgivande institutionerna (Eriksson-Zetterquist, 2009). Detta innebär att organisationer ofta handlar på ett sådant sätt som anses lämpligt snarare än rationellt.

Den så kallade skandinaviska institutionella teorin är inne på samma spår. Där ser man på organisationer som institutioner som kan skapa en trend/mode som andra uppmuntras att följa. Men mode behöver inte endast skapa imitation utan kan även skapa nya institutioner genom att organisationer antar en nyare lösning eller själva skapar ett nytt mode. Dessa olika moden och trender hjälper organisationer att välja hur de ska handla, och den dragningskraft som en viss trend har inspirerar andra organisationer att vara med och själva använda den. På detta sätt skapas trender och så även förändringar i organisationer (Eriksson-Zetterquist, 2009).

Organisationer förändras som ett resultat av olika processer som gör dem mer lika varandra utan att detta nödvändigtvis gör dem mer effektiva. Inom den institutionella teorin lyfts det fram tre mekanismer som påverkar denna förändring. Det handlar dels om de *tvingande krafterna* såsom politiska påtryckningar och statens regler och kontroller. De *imiterande krafterna* handlar om hur organisationer svarar på osäkra situationer. Man menar att osäkerhet driver organisationer att imitera andra organisationer som framstår som mer framgångsrika och att de på så sätt inte behöver komma på egna lösningar till problemet. Detta är en bekväm lösning som även leder till lägre kostnader för den imiterande organisationen. Slutligen har vi de *normativa krafterna* som kommer från inflytandet av olika yrken och utbildningar över vilket som är det rätta sättet att handla (DiMaggio & Powell, 1983).

Institutionell teori har utvecklats från olika håll men med samma huvudidé att organisationer utvecklas och förändras åt samma håll och därmed blir mer och mer lika varandra, så kallad isomorfism. Detta beror på att organisationer ofta inte styrs av rationella beslut utan av vad som pågår i deras omgivning, såsom trender, lagar och normer.

### 3. METOD

*I detta kapitel förklaras varför vald inriktning av uppsatsen har gjorts. Även val av metod kommer att presenteras och argument för de val som gjorts. Vi kommer även gå in på detalj i hur val av företag, utformning av intervjufrågor för empiriinsamlingen samt analysen har gått till.*

#### 3.1. Analytiker

Analytiker delas normalt upp i de två grupperna köp och sälj. Säljanalytiker sysslar främst med att sälja rekommendationer till företagets kunder medan köpanalytiker oftast arbetar på fondbolag med att fördela medel på olika innehav, branscher, risk etcetera. En säljanalytikers fokus vid en investeringsanalys är att undersöka om investeringen kan rekommenderas till företagets kunder, medan en köpanalytiker undersöker om investeringen passar för det egna företagets investeringsstrategi (Investorwords<sup>1</sup>, 2012). En köpanalytikers analys är, till skillnad från en säljanalytikers, oftast inte tillgänglig för någon utanför det egna företaget (Investopedia<sup>2</sup>, 2012). Skillnaden mellan benämningen förvaltare och köpanalytiker är att förvaltaren är med och tar det slutgiltiga beslutet om en investering ska göras eller inte och arbetar ofta själv även med att analysera företag. Den som endast benämns köpanalytiker arbetar enbart med själva analysen och är således inte med och tar det slutgiltiga investeringsbeslutet.

Den forskning och studier vi har hittat inom detta område inriktar sig på säljanalytiker, främst i form av dokumentstudier av deras analysrapporter (Rogers & Grant, 1997, Breton & Taffler, 2001, Previs, Bricker, Robinson & Young, 1994, Flöstrand, 2006). Däremot har vi inte hittat någon forskning eller studier som inriktar sig på köpsidan. Baserat på detta väljer vi att inrikta oss på köpsidan då vi upplever att vi inte kan tillföra något nytt i undersökningen om säljanalytiker.

Ytterligare argument för vår inriktning är att generellt sett är säljanalytiker mer specialiserade än köpsidan, de inriktar sig ofta mot ett segment inom en viss bransch, medan köpsidan i större utsträckning jobbar med fler branscher (Groysberg, Healy, Chapman, Shanthikumar & Gui, 2007., Moneyterms, 2012). Denna specialisering av säljanalytiker försvårar datainsamlingen då man för att göra en relevant undersökning skulle vara tvungen att intervjua säljanalytiker som

---

<sup>1</sup> Investorwords är ett av de största finansiella uppslagsverken som finns tillgängligt via internet

<sup>2</sup> Investopedia är en av världens största hemsidor som är helt dedikerad till utbildning om investeringar

arbetar inom samma specialiseringsområde. Detta kan enligt Nils Liliedahl (personlig kommunikation, 5 mars 2012), generalsekreterare i Sveriges Finansanalytikers Förening, vara problematiskt då säljanalytikerna inte är så många till antalet och betydligt färre än köpanalytikerna. Vi finner det mer lämpligt att undersöka köpsidan som har en bredare och mer generell kunskap och vars svar inte påverkas i samma utsträckning av att de har vissa specialiseringar. Vidare hävdar Nils Liliedahl att det är svårt att få säljanalytiker att svara på frågor om hållbarhet och att svaret oftast blir detsamma vem man än frågar om hållbarhetsredovisning.

Genom denna inriktning mot köpsidan, vilken främst består av analytiker och förvaltare på fondbolagen, kan vi även göra en jämförelse mellan så kallade etiska fonder och andra fonder. Det finns idag ingen definition på vad en etisk fond är men traditionellt sett är det en fond som väljer bort vissa branscher att investera i, såsom alkohol och tobak. Idag väljer även många fondbolag att välja etiska fonder genom att investera i de företag som är förebilder inom hållbarhetsarbete (Fairtradecenter, 2012). Eftersom det inte finns några specifika riktlinjer som behöver följas för att en fond ska få kallas för etisk kan vi genom vår nu valda inriktning och undersökning undersöka om köpsidans investeringsanalyser skiljer sig på något väsentligt sätt beroende på om fonden är benämnd etisk eller inte.

### **3.2. Intervjuer**

För att genomföra vår studie har vi valt att hålla intervjuer med analytiker/förvaltare från olika fondbolag. Vi gjorde detta för att skapa oss en uppfattning om hur dessa analytiker går tillväga när de analyserar företag och om de i denna process tar företagets hållbarhetsredovisning i beaktande. Vi har i första hand försökt få tag på förvaltare då dessa är analytiker i grunden men även är med och tar det slutgiltiga beslutet om en investering. Då det har varit problematiskt att få fondförvaltare att ställa upp på intervju har vi även inriktat oss på personer som arbetar som analytiker men som själva säger att de är med i själva beslutsfattandet. Som tidigare nämnts finns oftast inte fondbolagens analyser tillgängliga för allmänheten, varför intervjuer blir nödvändiga. Vi har utfört personintervjuer på plats hos analytikerna då vi anser att ett sådant tillvägagångssätt minskar risken för missförstånd och att det är lättare för den intervjuade att klargöra vad han eller hon vill ha sagt. I ett fall där respondenten inte hade tid att prata med oss har vi gjort intervjun via e-post. Detta har lett till mindre omfattande svar samt att följdfrågor inte har kunnat ställas, men vi upplever ändå att de svar vi fått från denna intervju har varit till nytta i uppsatsen.

### **3.3. Val av företag**

Som nämnts ovan har vi valt att inrikta oss på köpanalytiker, det vill säga förvaltare och analytiker på fond- och pensionsbolagen. För att få verka som fondbolag i Sverige krävs att man har fått tillstånd från Finansinspektionen (Fondbolagens Förening, 2012b) som för ett register över dessa företag. Vi har granskat detta register för att kartlägga den svenska fondbolagspopulationen och funnit att det finns 79 fondbolag i Sverige (Finansinspektionen, 2012). Enligt Åsa Drakenberg (personlig kommunikation, 9 mars 2012), informationschef på Fondbolagens Förening, är 39 fondbolag med i branschorganisationen Fondbolagens Förening och motsvarar tillsammans 90 procent av fondförmögenheten på den svenska marknaden, resterande 10 procent är små bolag med liten verksamhet.

Vi har valt att kontakta alla 39 medlemmar i Fondbolagens förening då vi inte har ansett det möjligt rent tidsmässigt eller nödvändigt för att få en övergripande studie att kontakta alla 79 fondbolag i Sverige. Dessutom anser vi att själva medlemskapet i Fondbolagens Förening är en kvalitetsstämpel som ger större tillit till de fondbolagen. Detta då de följer en kod för styrning av fondbolag som föreningen tagit fram för att främja sund fondverksamhet och värna om förtroendet för fondsparandet i Sverige (Fondbolagens Förening, 2012c).

En del av fondbolagen skriver uttryckligen på sina hemsidor att de arbetar med etiska investeringar och har förvaltare som arbetar med dessa typer av investeringar, medan andra företag inte nämner något om etiska fonder eller förvaltare. Därför har vi för att försöka få intervjuerna jämt fördelade mellan förvaltare av etiska och andra fonder valt att kontakta förvaltare av etiska investeringar hos de fondbolag som säger sig ha sådana fonder och representanter från ”andra” fonder hos de fondbolag som inte använder sig av benämningen etiska förvaltare.

Efter att ha kontaktat de 39 fondbolag som är medlemmar i Fondbolagens Förening har 13 fondbolag enligt egen utsago inte antingen en egen aktiv förvaltning eller gör egna interna företagsanalyser, utan detta köps in från en extern part. Vi ansåg att dessa fondbolag inte var tänkbara intervjukandidater i vår studie då de saknar den nödvändiga kunskapen till att svara på vårt intervjuunderlag. Av de återstående fondbolagen tackade 21 fondbolag nej till att vara med i vår studie, där tidsbrist eller en övertygelse om att de inte skulle bidra något till vår studie var de vanligaste anledningarna. Fem fondbolag tackade ja till att medverka i vår studie. En av dessa fem fondbolag hade ett inte tid att möta oss men svarade utförligt på hela vårt

intervjuunderlag via e-post. En annan av dessa fem fondbolag önskade att få vara anonym i vår studie.

### **3.4. Intervjufrågor**

Vi har använt oss av frågor med både öppna och slutna svarsalternativ där intervjuobjekten bland annat har rangordnat och betygssatt olika alternativ. Vi anser att detta tillsammans med de många frågor som vi har ställt har gjort det nödvändigt för oss att hålla personliga intervjuer för att minska risken för missförstånd och att få otydliga svar. För att inte påverka intervjuobjektet för mycket och få en så kallad intervjuareffekt (Arbnor & Bjerke, 1994) har vi försökt att vara så objektiva som möjligt i utformningen av frågorna för att minimera risken att ha ställt vinklade frågor under intervjun och på så sätt påverkat intervjuobjektet att svara i en viss riktning.

Vi har använt oss av frågor med både öppna och slutna svarsalternativ till våra intervjuer. Vid frågor med öppna svarsalternativ har respondenterna kunnat svara fritt. Fördelen med denna typ av frågor är att respondenterna kan svara med sina egna ord och lämnar utrymme för oförutsedda svar (Bryman & Bell, 2005). Vid användningen av frågor med öppna svarsalternativ har vi kunnat övervaka och hjälpa respondenten med tolkningen av vissa av frågorna. Följdfrågor har också kunnat ställas och det har gått att säkerställa att vi har fått all den information som vi har behövt. Frågor med slutna svarsalternativ har vi använt för att klargöra innebörden och betydelsen av olika aspekter inom området hållbarhet. Vid användningen av frågor med slutna svarsalternativ har respondenten fått rangordna och betygsätta olika förutbestämda alternativ och sätta betyg utifrån relevans och betydelse.

Vi skickade intervjuunderlaget till intervjuobjekten innan intervjuerna för att ge respondenterna möjligheten att titta igenom intervjufrågorna och förbereda sig. Vi hoppades därigenom få bättre och mer genomtänkta svar från respondenterna.

#### **3.4.1. Öppna svarsalternativ**

Vi valde att dela upp våra frågor med öppna svarsalternativ i fyra olika områden; *Bakgrund*, *Företagsanalys*, *UN Principles for Responsible Investments (UN PRI)* och *Hållbarhet*. Tanken var att först ta reda på vad respondenten arbetar med och vad dennes roll i företaget är. Detta är viktigt att ta reda på för att kunna klargöra om respondenterna har likadana uppgifter på sina respektive företag och att en jämförelse dem emellan kan ske. Nästa steg var att utforma frågor som gör det möjligt att få en överskådlighet om hur en företagsanalys går till, vad som ingår i



den och var den nödvändiga informationen hämtas ifrån. I området som behandlar UN PRI undersökte vi huruvida de internationella principerna om ansvarsfulla investeringar följs och hur urvalsprocessen ser ut. När vi slutligen kom in på området hållbarhet ville vi ta reda på hur stor betydelse respondenterna tycker att ett företags hållbarhetsarbete har på företagsanalysen och vad för typ av informationen från företagens hållbarhetsredovisningar som beaktas.

### *3.4.2. Slutna svarsalternativ*

Ett företags hållbarhetsredovisning kan omfatta det mesta som inte räknas som traditionellt finansiellt. För att gå in på djupet och ta reda på vilka områden som en analytiker tittar på och som har störst betydelse bröt vi upp området hållbarhet till sina beståndsdelar. Vi valde att använda oss av GRIs riktlinjer om hållbarhetsredovisning och delade upp och grupperade de olika hållbarhetsområdena och underkategorier på samma sätt som man har gjort i GRI. Dessa områden och kategorier är väldigt omfattande och av tidsmässiga skäl ansåg vi att slutna frågor lämpade sig bäst för att undersöka detta. Respondenten fick bocka av de områden och underkategorier inom ämnet hållbarhet som de tittar på och ge betyg efter hur stor betydelse området har för företagsanalysen. Betygsskalan som har använts för att ta reda på de olika hållbarhetsområdenas betydelse är en sju-gradig skala som går från 1 (inte viktigt) till 7 (mycket viktigt). Vi valde att ha en sju-gradig skala då vi ville ha ett brett spektrum för de olika betygsalternativen. Vi ansåg att det skulle underlätta för respondenten för att sätta ett korrekt betyg och underlätta jämförbarheten med många betygsalternativ.

Förutom de hållbarhetsområden som finns med i GRI har vi även haft med ett finansiellt område bland svarsalternativen. Vi valde att ha med SFFs rekommendationer om finansiella nyckeltal och tog med de fyra huvudkategorier på finansiella nyckeltal som nämns i rekommendationen. Som ett komplement till detta valde vi även att inkludera några områden som berörs i Årsredovisningslagen. Vi valde att ha med detta för att underlätta jämförbarheten på betygssvaren från de olika hållbarhetsområdena med ett område som vi vet har stor betydelse för respondenterna. För att få fram i klartext om vilka områden som är av störst betydelse fick slutligen respondenterna rangordna de olika områdena.

### **3.5 Analys**

Alla personliga intervjuer spelades in på band och transkriberades därefter för att underlätta vår innehållsanalys. Vid en innehållsanalys ska man enligt Bryman & Bell (2005) koda texten i termer av teman och ämnesområden. Man ska sträva efter en kategorisering av de företeelser som är av intresse. Vid vår analys av intervjumaterialet i avsnittet med de öppna

svarsalternativen använde vi färger för att markera och koda de olika områden från det transkriberade materialet som var av relevans för vår analys. Tre olika färger användes för att urskilja materialsvaren. En färg användes för de svar som kunde knytas ihop med våra valda teorier i referensramen och två andra färger för det som kunde knytas an till hållbarhetsredovisning samt till positiv och negativ screening.

Vid analysen av våra frågor med slutna svarsalternativ använde vi Microsoft Excel för att sammanställa och rangordna de olika svarsalternativen efter de betyg som respondenterna hade satt. Detta för att underlätta jämförelsen och för att tydligt se vilka områden som hade fått högst betyg och därmed vilka områden som respondenterna anser är viktigast.

## **4. INTERVJUSVAR**

*I detta avsnitt kommer resultaten av de intervjuer som hållits att presenteras. Intervjuerna presenteras fondbolag för fondbolag där de mest väsentliga delarna för uppsatsen från intervjuerna tagits med.*

### **4.1 DNB Asset Management**

#### *4.1.1 Bakgrund*

DNB Asset Management är en nordisk kapitalförvaltare och en del av finanskoncernen DNB. Sammanlagt har DNB Asset Management 230 anställda där 90 är verksamma inom analys och förvaltning. Totalt förvaltas närmare 600 miljarder svenska kronor vilket gör dem till en av Nordens största kapitalförvaltare (DNB, 2012).

Vi fick möjligheten att intervjua två respondenter som båda arbetar som hållbarhetsanalytiker på DNB. De analyserar företag ur framförallt ett hållbarhetsperspektiv för att ta reda på om ett företag ska uteslutas, om man ska engagera sig i företaget och för att ge input till den vanliga finansanalysen. Båda respondenterna arbetar inom det globala aktieteamet och ingen av dem har någon specifik branschriktning. Då DNB i grunden är en norsk bank så har de en del fokus på branscher som är typiska för Norge såsom olja, energi, fiske och shipping.

#### *4.1.2 Företagsanalys*

I DNBs investeringsanalyser tittar man mycket på de system, policyprogram och koder som finns på plats hos företagen. Man tittar på vad som finns nedskrivet, som till exempel vad det finns för processer och hur de har implementerats i organisationen.

Transparens och rapportering är grundstenarna då man ska göra en bedömning av ett företag. Vidare vill hållbarhetsanalytikerna se att företagen har en egen riskanalys där de har tagit upp vilka risker de har. Dessa risker ser helt olika ut beroende på bransch och industri. Då DNB har många institutionella kunder som värnar om sitt rykte, exempelvis kommuner och kyrkor, så vill de inte vara med i någon form av oetisk verksamhet. Därför är det viktigt för DNB att hålla reda på företagets risker och se till att de inte dyker upp i några sammanhang som deras kunder inte vill se dem i.

Informationen till företagsanalysen hämtas först och främst från företagen, men DNB får även information från externa SRI leverantörer som även de grundar sin analys på företagets egen

information. När det kommer till företagens risker hämtar de även information från FN-organ och intresseorganisationer såsom Greenpeace.

Respondenterna anser att det finns fullt tillräckligt med information från de flesta företagen som rapporterar via GRI. De skulle däremot vilja se att det fanns mer tanke bakom företagens rapportering då de ibland anser att det rapporteras för rapporteringens skull. En åtgärd som skulle underlätta för respondenterna vore om företagen koncentrerade sig mer på vad deras primära risker och möjligheter är och hur de hanterar dem. En mer integrerad rapport där det finns en tydligare koppling mellan risker, möjligheter och företagets affärsverksamhet i ett bredare perspektiv är något som DNB efterfrågar. Ett problem är att det finns en tendens att rapporterna innehåller mer ord än innehåll där det satsas mer på kvantitet istället för kvalitet.

#### *4.1.3 UN PRI*

DNB undertecknade UN PRI år 2006 och menar att de följer de sex principerna. För DNB var det inte någon utmaning att följa principerna då man redan innan undertecknandet arbetade mycket med liknande frågor. Till exempel arbetade de redan mycket med engagement, det vill säga, att genom en kontinuerlig dialog med företagen sätta press på dem för att få dem att bli mer transparenta och att utvecklas inom hållbarhet.

DNB har tagit fram en etisk plattform som innefattar alla deras investeringar. I den utesluts kontroversiella sektorer såsom kärnvapen, klustervapen, landminor, tobak och produktion av pornografi. I DNBs så kallade SRI-fonder som marknadsförs som mer hållbara går man ett steg längre och utesluter även företag som har mer än 5% av sin omsättning i sektorer som bland andra krigsmaterial och alkohol. En normativ screening görs också för att utesluta företag som har begått miljöbrott eller brutit mot de mänskliga rättigheterna.

DNB utför även positiv screening där man lyfter fram de företag som får en bra rating för sitt hållbarhetsarbete. Respondenterna försöker i dialog med fondförvaltaren lyfta fram de företag som i en helhetsanalys anses vara positiva. Något DNB arbetar med i nuläget är att ta fram indikatorer som tydligare kan visa vad som är ett positivt och hållbart företag.

DNB sätter press på företagen genom en dialog med dessa, framförallt i de företag som har haft incidenter. Då många av DNBs kunder ställer höga krav blir det per automatik så att man försöker sätta mycket press på företagen. DNBs kunder kan vara bekväma med att företagen för

närvarande inte håller en högsta nivå ur ett hållbarhetsperspektiv så länge företagen i dialogen visar att de går mot en förbättring. Respondenterna tycker att det är enklare att ha en bra dialog och sätta press på de företag som är nationella eller där man är en stor ägare, men i det stora hela så lyssnar företagen på vad de har att säga.

#### *4.1.4 Hållbarhet*

Respondenterna anser att det är bra att GRI finns då det är en indikation på att företagen som redovisar via GRI arbetar seriöst med hållbarhetsfrågor. Det är även bra om företagen kan exemplifiera hur de arbetar i praktiken. Ett företags rapporteringar bör vara konkreta och transparenta, det ska gå att utläsa om faktiska incidenter och skador som har skett och hur företagen har hanterat dessa. De ska vara tydliga och visa till exempel att utsläppen har minskat till en viss del och hur detta har påverkat den finansiella avkastningen. Respondenterna tycker att det är viktigt att se vad företagen har för policys, att man följer globala konventioner och befinner sig på samma nivå runt om i världen.

Från respondenternas perspektiv är hållbarhetsredovisningen viktig för att kunna analysera företagen ur ett hållbart perspektiv. Men för analytiker som inte är inriktade på hållbarhet så är det annorlunda. Analytiker är intresserade av att hitta finansiellt materiella frågor vilka oftast saknas i en hållbarhetsredovisning. Med materiellt menas att aktiekursen exempelvis ska påverkas med 5% det närmaste året. Det är inte så många företag på svenska börsen där hållbarhetsfrågor kommer att ha en sådan stor inverkan på aktiekursen vilket även har med tidshorisonten att göra. Över kanske 30 års tid kommer ett företags hållbarhetsarbete att ha påverkan på aktiekursen men det kanske inte är så många investerare som tittar så långt fram.

#### *4.1.5 Etiska fonder*

På DNB började man med etiska fonder redan 1988 på en väldigt enkel nivå då man uteslöt tobaksbranschen i någon fond. Enligt respondenterna har mycket hänt sedan dess. År 2006 var det bara Swedbank Robur och DNB som hade heltidsanställda hållbarhetsanalytiker medan de idag finns i princip hos alla de större fondbolagen. Enligt respondenterna har det här området växt mycket de senaste 5-10 åren och det är främst en press utifrån och en ökad efterfrågan från kunderna som har föranlett detta. Samtidigt menar respondenterna att just engagements inte endast beror på en press utifrån utan DNB tror själva att en satsning på hållbara företag i icke-kontroversiella sektorer kan öka värdet på investeringarna. De menar att det också är en avkastningsfråga och tror att deras SRI-fonder ger en minst lika bra avkastning som de vanliga

fonderna. Ett exempel som tas upp är en förnyelse-fond som är mer inriktad på förnyelsebar energi. Den blev vald till Sveriges bästa fond förra året bland de som är inriktade på förnybar energi och hade då gått upp 20%. Där investerar de i bra företag som ligger i framkant när det gäller förnyelsebar energi.

Medan alla fonder hos DNB följer UN PRI så erbjuder DNB även etiska fonder (hos DNB så kallade SRI-fonder) där fler uteslutningar ingår beroende på vad deras kunder efterfrågar. Ett exempel kan vara att några kunder inte vill investera i företag där mer än 5% av omsättningen kommer från alkohol. I det fallet utesluts den sektorn för den fonden. Marknaden för dessa fonder är väldigt nischad för privatpersoner men är större och blir populärare för kommuner, kyrkor och stora institutioner som vill skydda sig medialt från att få dåliga rubriker av att de investerar i kontroversiella sektorer.

## **4.2 Fondbolag X**

### *4.2.1 Bakgrund*

Fondbolag X är ett stort fondbolag som är med på listan över de 10 största fondbolagen i Sverige sett till förvaltad kapital. Vår respondent har jobbat som både analytiker och förvaltare i många år men har de senaste åren haft en annan position på företaget.

### *4.2.2 Företagsanalys*

Företagsanalysen är en integrerad process där förvaltarna har det yttersta ansvaret. Till sin hjälp har förvaltarna analytiker som de jobbar med i team, där man tar hjälp av varandra, både andra förvaltare och analytiker. De använder sig även av extern hjälp, till exempel Ethics SRI Advisors gällande hållbarhet. Analytikerna använder sig inte av några externa modeller men har en övergripande modell där man tittar på EVA (economic value added) som en huvudparameter. Som en av grundpelarna i analysen ligger ansvarsfullt företagande där man tittar på ansvarsfullhetsfrågor.

Informationen till analysen hämtas främst in från företagen själva, deras årsredovisningar och annan finansiell information, omvärldsanalyser från mäklarhus och information från branschorganisationer. På fondbolag X anser man att det från företagens sida utbjuds väldigt mycket information och att problemet ligger i att sälla den och förstå vad det är som påverkar aktiekurserna.

### *4.2.3 UN PRI*

Fondbolag X skrev under UN PRI år 2009. De kan till viss del tycka att UN PRI med sin utvärderingsenkät blir för styrande i hur fondbolaget ska organisera sig och verka vilket de inte riktigt gillar. UN PRI utgör grundpelarna i fondbolaget som jobbar efter dessa sex principer och ser till att följa upp dem. De har även utvecklat en egen policy om ansvarsfulla investeringar med utgångspunkt i UN PRI (som även ingår i ägarpolicyen). I praktiken innebär efterföljandet av UN PRI att de har ett råd för ansvarsfulla investeringar som träffas fyra gånger per år där alla deras innehav i både aktier och företagsobligationer screenas. Till hjälp med screeningen har de ett företag som heter Ethics som har information om bolags förmodade brott mot internationella normer, bestämmelser och konventioner. Från Ethics får Fondbolag X listor på bolag som bryter mot dessa normer och konventioner samt till vilken grad de bryter mot dessa.

Om ett företag hamnar på Ethics lista kan Fondbolag X göra ett så kallat engagement, som ofta

är en naturlig del i företagsanalysen, vilket innebär att man har en diskussion med företaget i fråga för att sedan vidta ytterligare åtgärder och se vad det leder till. Det kan handla om att de väljer att undersöka saken vidare, eller följer upp ärendet senare för att se om företaget har förbättrat sig. Om företaget väljer att inte ändra sig kan Fondbolag X bestämma sig för att utesluta företaget. Varför de tar ett sådant beslut att inte investera kan ses utifrån två aspekter. Den ena aspekten är att de inte tror att företaget kommer ge en bra avkastning längre och den andra aspekten handlar om värderingar, att de inte vill vara inblandade i ett företag som betar sig oetiskt. Denna process har fyra steg; värderingar, policy, identifiering och engagement. Vid identifieringen av företag som bryter mot normer och konventioner hamnar dessa på olika nivåer med olika säkerhet och då måste Fondbolag X välja vilka företag de ska engagera sig i. Ofta är det självklart så att de engagerar sig mest i de företag där de har stora innehav, men de engagerar sig även ibland i mindre innehav.

Förutom dessa engagements investerar bolaget inte i företag engagerade i klustervapen eller som sysslar med tillverkning eller produktion av minor, vilket i sig inte är något unikt utan tillämpas av de flesta svenska investerare. I dagsläget har de två etiska fonder där de har exkluderat bolag som har mer än fem procent av sin verksamhet inom tobak, pornografi, vapen, spel och sprit. Dessa samt bevisade normbrytare (mot FNs principer) exkluderas då det för företagen finns både en finansiell risk och en ryktesrisk att vara involverad i företag som begår brott. Dock ses inte uteslutning av företag som en framgång, utan är tvärtom ett nederlag då de inte har lyckats påverka företaget på något sätt. Gällande positiv screening finns det inte någon generell process för detta men de har några fondprodukter som snuddar vid detta, till exempel en fond där de väljer att investera i företag och teknologier som tar fasta på förnybar energi. Det är en form av positivt screening men Fondbolag X investerar inte endast i de företag som är top class i hållbarhetsstrategi. Det är dock ett område som de tittar på för att undersöka om det finns ett kundbehov och efterfrågan för. Skulle det visa sig att det kan ge en tillräckligt bra avkastning så är det något de skulle kunna arbeta helt eller delvis i några fonder med. Respondenten anser även att de företag som finns kvar efter en negativ screening har en form av positiv screening, då det finns något positivt hos de som är kvar.

De två etiska fonderna i Fondbolag X är ganska stora och motsvarar cirka sex och två miljarder kronor var, vilket visar på att det är ganska många kunder som söker sådana investeringar. Definitionen av etik är svår att fastställa, men dessa fonder har tagits fram i samråd med kunderna där man kommit fram till 5-procent gränsen och att verksamhet inom vissa branscher



över denna gräns är oetiskt.

#### *4.2.4 Hållbarhet*

I en kreditprocess och i bedömningar med de banker de vill göra affärer med tar Fondbolag X in frågeställningar om hållbarhet och ansvarsfullhet rent allmänt då det enligt respondenten står klart att om man inte agerar på ett ansvarsfullt sätt så blir man ingen bra kund. Det är därför ett egenintresse för Fondbolag X och dess aktieägare att arbeta med dessa frågor. Fondbolag X har hållit på med detta länge och diskussionen kring hållbarhet har funnits en lång tid men det är nu man har börjat formulera det och sätta ord på det de redan har gjort. Det finns idag ett yttre tryck att de ska berätta om det här.

De viktigaste källorna för att få information om ett företags hållbarhetsarbete anser respondenten komma direkt från företaget och man får mycket information genom redovisningen men formen för den kan diskuteras. Hållbarhetsredovisningen anser respondenten har blivit lite för detaljerad och även om man inte ska sluta med den så är den inte jätte viktig för placeringsbesluten men ingår ändå som en del. Gällande hållbarhetsfrågor är det svårt att veta hur relevant de är för aktiekursutvecklingen och att de kanske påverkar på lång men inte på kort sikt.

När det kommer till hållbarhetsredovisningen säger respondenten att den läses men inte kommer så högt upp på skalan. För specialister på hållbarhetsfrågor är den mycket viktig, men för den som verkligen beslutar om investeringen kanske den inte är det. Respondenten tycker att betydelsen av hållbarhetsredovisningen överdrivs och att det putsas lite för mycket på den, är det en väldigt viktig fråga ska den in i den vanliga årsredovisningen, och således vara integrerad i den vanliga redovisningen.

Vad Fondbolag X tittar på i hållbarhetsredovisningen beror på intresse och risk, och även på branscher och geografiskt var man är placerad vilket gör det svårt att säga rent generellt vilka delar man tittar mest på. Dock blir det viktigare att trycka på vissa företag lite mer gällande hållbarhet vilka är de företagen som är i skymundan och som därför kan synda lite mer. Vid betygssättningen av vad som är viktigt i analysen nämner respondenten att denne sätter höga siffror på de områden som kostar mycket pengar, exempelvis mutor, sanktioner och korruption.

Som avslutning menar respondenten att det finns många intressenter som vill ha besked om

hållbarhetsfrågor men att betydelsen av hållbarhetsredovisningen överdrivs och inte ger en helhetssyn.

### **4.3 Nordea Fonder**

#### **4.3.1 Bakgrund**

Nordea Fonder bildades år 1976 och är ett helägt dotterbolag till Nordea Bank. Nordea Fonder är idag en av nordens ledande kapitalförvaltare och har ett av marknadens bredaste fondutbud med ett hundratal fonder. Totalt förvaltas ett sammanlagt kapital på 850 miljarder kronor (Nordea, 2012).

Vår respondent arbetar som hållbarhetsanalytiker på avdelningen ansvarsfulla investeringar på Nordea Fonders huvudkontor i Stockholm och har gjort detta i fyra år. Respondentens huvuduppgifter består av att analysera bolag ur ett hållbarhetsperspektiv och denne tittar således endast på de icke-finansiella delarna. Respondenten ingår också i en grupp som arbetar specifikt med två fonder som tar extra hänsyn till ansvarsfullhet där denne också är med i en investeringskommitté och är med och tar investeringsbeslut.

#### **4.3.2 Företagsanalys**

På Nordea arbetar analytikerna med att hitta de bästa bolagen utifrån alla perspektiv. Syftet och målet med analyserna är att hitta de bolagen som ger bäst avkastning. När företagen ska analyseras och värderas tittar Nordea på företagets kurspotential. En kassaflödesmodell används som visar vad man får för kurs i förhållande till den kurs man har idag. De företag som Nordea sedan väljer att investera i är de som har en bra kurspotential. Målet är att hitta undervärderade bolag där värdet inte speglar sig i kursen.

#### **4.3.3 UN PRI**

Nordea undertecknade UN PRI år 2007 och tog samma år fram sin första policy för ansvarsfulla investeringar. Den viktigaste anledningen till att detta beslut togs var kravet från kunder som började efterfråga hänsynstagande till miljö- och samhällsaspekter. Sedan har media och frivilliga organisationer drivit denna fråga vidare. Nordea arbetar för att följa de principer som finns i UN PRI och menar att den första principen som handlar om att integrera miljö-, samhälls- och ägarstyrningsaspekter på all kapitalförvaltning är svårast. Detta då det inte räcker med att detta görs i vissa specifika fonder utan dessa aspekter ska beaktas i investeringsanalysen och placeringsbesluten för samtliga fonder. Detta har lett till att Nordea, sedan de undertecknade UN PRI, har gått från att endast varit två anställda som har sysslat med analyser ur ett hållbarhetsperspektiv, som respondenten arbetar med, till åtta anställda idag. Det här området har växt mycket de senaste åren och Nordea tror att denna tillväxt kommer att

fortsätta.

När det kommer till själva urvalsprocessen så arbetar Nordea med både positiv och negativ screening. Den positiva screeningen görs internt medan externa leverantörer (Ethics) tas till hjälp för den negativa screeningen. I den positiva screeningen görs en analys på det externa materialet som kompletteras med att åka ut och träffa företagen. Under dessa företagsbesök tittar man till exempel på hur produktionen går till för att se hur det fungerar i praktiken. För analytikerna är det viktigt att de förstår verksamheten för att de ska kunna sätta sig in i riskerna och möjligheterna. Analysen baserar sig därför på en mix mellan den information som kommer från externt håll, dialog med ledningen och fältbesök. Den negativa screeningen görs dels genom en uteslutning av vissa kontroversiella sektorer där bland annat vapen, alkohol och tobak återfinns. De bolagen som ingår i Nordeas fonder får inte ha mer än 5% av sin omsättning från dessa sektorer. Det kontrolleras även att bolagen inte har brutit mot internationella normer, mänskliga rättigheter, miljölagar, arbetsrätt och affärsetik

Allt kapital som Nordea Fonder har under förvaltning genomgår en normscreening och de företag som ertappas med att bryta mot internationella normer inleder man en dialog med. Förra året var det 15 bolag som bröt mot diverse internationella normer och där en dialog inleddes för att sätta press på de företagen. När det kommer till de ansvarsfulla fonderna väljer Nordea att inte investera i bolag som bryter mot internationella normer. Där tror Nordea att kunderna som väljer att investera i deras ansvarsfulla fonder inte vill investera direkt i de företag som har brutit mot dessa normer. Nordea anser också att de företag som de inleder en dialog med lyssnar på vad de har att säga och är samarbetsvilliga till att utvecklas inom hållbarhet. Det handlar inte så mycket om att Nordea är en stor ägare i bolaget utan mer om att man på Nordea har en kunskap som företaget inte har.

#### *4.3.4 Hållbarhet*

Avdelningen ansvarsfulla investeringar, där respondenten ingår, på Nordea Fonder tittar mycket på ett företags hållbarhetsarbete där det ingår att titta på företagets policy, strategier och den företagspraxis som företaget har inom miljö- och samhällsfrågor. Denna information hämtas främst från företagets hemsidor, årsredovisningar och från samtal med företagen. Vilken källa av information som är av störst betydelse varierar beroende på vilken industri företaget verkar i.

På Nordea har man utvecklat sin egen analysmodell där syftet är att hitta de bästa bolagen. Målet är att hitta de som är bäst idag men också morgondagens vinnare. Detta görs genom att titta på trender och försöka identifiera de bolag som har ett framåtriktat arbete och som hela tiden pressar sig själva för att utvecklas.

Vid inhämtning av information till hållbarhetsanalysen tittar man på hållbarhetsredovisningen, dock väldigt lite på GRI-tabellerna och GRI-nyckeltalen. Mer betoning läggs på själva texten i hållbarhetsredovisningen där det är lättare att få en bättre uppfattning. Respondenten anser att det är bra att GRI finns som ett ramverk då det blir lättare att ta till sig informationen och veta var man ska leta när det existerar en standard som alla företag följer. Dock är det mycket i GRI som känns onödigt då de flesta av GRI-nyckeltalen eller GRI-tabellerna inte är nödvändiga för att analysera företagen ur ett hållbarhetsperspektiv. Att hållbarhetsredovisningen har genomgått en revision beaktas också men det beror även på om det är svenska eller utländska företag. När det gäller de svenska bolagen har man på Nordea träffat de flesta och känner att det finns ett förtroende. Hos utländska företag där det inte finns möjlighet att träffa alla företagen är det viktigare att det existerar en extern verifikation.

Vad man på Nordea kan sakna i hållbarhetsredovisningarna är att företagen på ett tydligare sätt berättar vad de gör i praktiken. Respondenten anser att de flesta bolag är bra på att rapportera om sin policy och strategi men inte vad de egentligen gör, vad deras mål är och kopplingen mellan dessa och de finansiella aspekterna. När det kommer till att integrera rapporteringen och lyfta fram kopplingen så är det något Nordea efterfrågar. Man tror att det framförallt vore bra för fondförvaltarna som idag inte tittar på dessa frågor. Integreras hållbarhetsredovisningen med årsredovisningen är det troligare att förvaltarna kommer att ta till sig denna information då en tydligare materialitet skulle framgå.

När det kommer till information om ett företags hållbarhetsarbete så finns det tillräckligt med information tillgänglig från de svenska bolagen anser respondenten. Svenska bolag har kommit långt på den fronten. För att inte endast förlita sig på extern information och det som företagen presenterar så är det viktigt att träffa företagen. Detta för att få en känsla av hur seriösa de är och att deras hållbarhetsarbete inte endast är reklam från deras sida. De flesta företagen har avdelningar som arbetar med hållbarhetsfrågor och tar det seriöst. Allt fler företag har insett att det är fler kunder som kräver detta och genom att arbeta med dessa frågor kan man attrahera fler kunder och därmed öka lönsamheten. Det här skiljer sig också mellan stora och små bolag

och är en resursfråga enligt respondenten. Stora bolag har mer rapportering, både när det gäller de finansiella och icke-finansiella aspekterna då de har mer personal som arbetar med detta. Man tittar också på vad media rapporterar för att se om det rapporteras incidenter eller liknande saker om företagen.

#### *4.3.5 Etiska fonder*

Nordea är medlem i branschorganisationen Fondbolagens Förening och följer den kod för styrning av fondbolag som föreningen tagit fram. Nordea har idag tre etiska fonder till privatkunder och cirka tio etiska fonder till institutionella kunder som erbjuds på den svenska marknaden. När det kommer till dessa etiska fonder håller Nordea i nuläget på att utveckla olika sätt där man kan integrera mer djupgående analyser om miljö- och sociala frågor. Anledningen till att en utveckling behövs är att normscreeningen som görs idag endast är driven av egentliga incidenter som att det till exempel har skett ett utsläpp eller en incident. Nordea menar att deras analyser ska bli mer djupgående och inte endast baseras på att någonting har inträffat. De arbetar också med att titta på olika verktyg för att hitta ett bra sätt för förvaltarna att ta till sig denna information.

Respondenten nämner att analytiker och förvaltare på Nordea som inte arbetar med ansvarsfulla fonder inte tittar på företagens hållbarhetsredovisningar eftersom det redan finns en grupp i förvaltningen som sysslar med detta. Förvaltarna får sedan del av den input om hållbarhet som hållbarhetsanalytikerna har tagit fram. Hur de tar till sig denna information skiljer sig dock mycket från sektor till sektor. I ett oljebolag eller gruvbolag är det lättare för förvaltarna att se en koppling mellan miljöfrågor och hur det går i bolaget finansiellt sett. Det handlar också om förvaltarna anser att informationen är materiell för företaget och om de tror att den redan finns i priset på aktiekursen. Tror de att den redan har påverkat priset så är det ingen ny information och därför ingenting som är nödvändigt att beakta.

Etiska fonder blir populärare och incitamenten till att institutioner och privatpersoner väljer att investera i dessa tror inte respondenten handlar om att fonderna ska ge en bättre avkastning. Istället handlar det om kundernas egna inre etiska värderingar och att veta att de inte investerar i kontroversiella sektorer. Men från Nordeas perspektiv handlar det om att de tror att dessa fonder kommer att ge en bättre avkastning. Respondenten tror att det finns trender i samhället som uppstår och som kommer att påverka företagens sätt att verka på och deras möjlighet till att vara konkurrenskraftiga i framtiden. Ett exempel är hur företag skulle agera om en

vattenbrist skulle uppstå i vattenfattiga delar av världen. De bolag som det kommer att gå bäst för är de som har hanterat dessa frågor och som kanske har sett till att minska sin vattenförbrukning i produktionen. Initialt kan det vara en kostnad för ett företag som verkar i ett område där det finns vattenbrist och som måste sätta nya system för att förbruka mindre vatten. Dock hade företaget kanske inte kunnat vara där om tio år om de inte hade gjort den investeringen, därmed kommer de att tjäna pengar på det på längre sikt. För detta krävs det ett långsiktigt tänkande vilket respondenten anser att många analytiker, förvaltare och kunder saknar då många betonar ett mer kortsiktigt sätt att mäta sina avkastningar på.

Det som är på gång nu hos Nordea är att de tillsammans med SWESIF, Sveriges forum för hållbara investeringar, håller på att ta fram en standard som heter hållbarhetsprofilen där man beskriver hur man jobbar med ansvarsfulla investeringar i specifika fonder. Meningen är att man som kund ska kunna använda detta för att lättare se och jämföra de olika ansvarsfulla fonderna hos olika fondbolag för att sedan välja den fond som passar kunden bäst.

## **4.4 SEB**

### *4.4.1 Bakgrund*

SEB är en ledande nordisk finansiell koncern som har ett utbud på mer än 150 fonder varav majoriteten förvaltas av den egna förvaltningsorganisationen (SEB, 2012). Vår respondent är en fondförvaltare med 20 års erfarenhet från finansbranschen, alla år inom SEB. Respondentens branschriktning är hållbarhet där denne förvaltar etiska fonder med fokus på svenska aktiefonder sedan år 2006. Vår respondent är den enda inom ett team på 11 personer som förvaltar svenska och nordiska aktier med fokus på hållbarhet.

### *4.4.2 Företagsanalys*

Syftet med företagsanalysen är att hitta bolag som går bättre än andra. Detta görs genom att utgå från Porter's five competitive forces och sedan görs en Discounted Cash Flow (DCF). Informationen till analysen hämtas från företagens egen publikation, informationstjänster såsom Bloombergs, SIX och de stora analyshusen.

### *4.4.3 UN PRI*

SEB skrev under UN PRI år 2008 och de gäller för allt kapital i företaget. För att följa dessa principer screenar de bolag både internt och externt med hjälp av screeningbolag (Ethics och GS). Många av fonderna, även om de inte kallas etiska, investerar inte i bolag med mer än fem procent i vapenrelaterat, för att följa detta får de hjälp av screeningbolagen med denna screening. Man screenar även efter bolag som har begått brott och brutit mot konventioner. Respondenten tror dock att branschen mer och mer försöker komma bort ifrån denna traditionella negativa screening med exkludering av företag för att istället aktivt välja bolag som de vill investera i. Detta gör respondenten redan, medan dennes kollegor jobbar mer traditionellt där det finansiella har större betydelse. Även om vissa bolag verkar inom oetiska branscher kan det vara så att dessa branscher fortfarande måste få finnas, och så länge företagen gör det de kan utifrån sin egen förmåga är det fortfarande acceptabelt att investera i dem.

Förutom screening försöker respondenten även påverka företagen genom att träffa bolagsledningar. De är väldigt aktiva i nomineringskommittéer, i SWESIF och samarbetar ofta med Svenska Kyrkan. Det finns även ett SRI-team på företaget som jobbar för hela divisionen men som inte påverkar vad respondenten ska investera i. Respondenten känner att företagen lyssnar på vad denne har att säga och menar att det vore dumt av dem att inte göra det då SEB är en av de största aktieägarna på Stockholmsbörsen. Detta är även viktigt för företagen då det



handlar om deras framtida strategi och om hur de ska klara sig bättre konkurrensmässigt.

#### *4.4.4 Hållbarhet*

Respondenten menar att hållbarhetsfrågor alltid är viktiga då det handlar om en helhet. Från början var det väldigt mycket fokus just på miljöfrågor, vilket respondenten tror beror på att de är lättare att till sig och enkla att räkna på. Den sociala delen däremot är svårare att kvantifiera men kommer att spela större roll för företagen i framtiden om de ska kunna attrahera rätt personer. Hållbarhet innebär inte bara kostnader utan det finns ett business case, om man positionerar sig rätt kan man tjäna mycket pengar.

Traditionellt sett gällande SRI-fonder har man ett SRI-team som gör den etiska analysen, varifrån de förbereder ett underlag som skickas till förvaltare som förvaltar utifrån detta och inte funderar vidare på om det är ett hållbart bolag eller inte. Respondenten har istället en integrerad process där hållbarhet ingår i företagets strategi och är en parameter i analysen. Som tidigare nämnts träffar respondenten många bolagsledningarna för att påverka de att arbeta mer hållbart. Med hållbarhet menar respondenten företag som bedriver sin verksamhet på ett hållbart sätt, det vill säga har god kostnads- och riskkontroll, men också företag som sysslar med produkter eller tjänster som är hållbara t.ex. energibesparing och förnyelsebar energi. När respondenten pratat om detta med säljanalytiker kommer ständigt frågan upp hur de ska räkna på hållbarhet, vilket respondenten menar inte behövs, antingen så köper man ett företags strategi eller inte.

Respondenten tror vidare att finansmarknaden och analytiker generellt sett struntar i det som inte går att räkna på. De kan räkna på exempelvis tillväxt och skatter men hållbarhetsområdet blir enligt respondenten för diffust. Respondenten ger ett exempel med ett företag som själva har mycket risker i sin verksamhet och som är förvånade över att analytikerna aldrig frågar dem om detta när det är en så viktig del för dem själva hur de handskas med dessa risker. Vidare menar respondenten att det är fascinerande att se hur ett helt kollektiv inte ser någonting, och fortsätter som de alltid gjort, vilket kan ha att göra med kortsiktighet och att hållbarhet inte går att räkna på.

Finansbranschen får väldigt mycket information som är svår att sälla, särskilt när det kommer till hållbarhet så vet företagen själva inte vad det är de ska lyfta fram. Respondenten menar att väldigt många företag gör väldigt mycket som de inte publicerar på grund av att de dels inte vet

vad de ska publicera dels för att de inte vågar. Att de inte vågar publicera beror på risken att bli uthängda av pressen om det framkommer att det de påstår sig göra är felaktigt. Företagen har också en tendens att redovisa det som är kommunicerbart eller det som är lätt att få siffror på och inte alltid det som är viktigast för företaget. Detta innebär att samtidigt som det finns väldigt mycket information så är den inte tillräcklig.

Respondenten anser inte att hållbarhetsredovisningen är den främsta källan till ett företags hållbarhetsarbete men att det är där man börjar titta på vad som finns innan man börjar gräva och träffa företagen. Respondenten är av uppfattningen att företagen skulle ha olika slags hållbarhetsredovisningar beroende på bransch då många parametrar är branschspecifika respektive geografiskt specifika.

Gällande GRIs riktlinjer menar respondenten att trots användandet av dessa är informationen väldigt spretig och det är svårt att jämföra bolag, men om GRI inte skulle finnas skulle det vara betydligt svårare. Även svenska statliga bolag som enligt lag måste presentera en hållbarhetsredovisning väljer själva ut vilka parametrar de ska redovisa vilket minskar jämförbarheten och gör att de viktiga delarna inte alltid tas med. Det skiljer sig även hur företagen använder hållbarhetsredovisningen, en del använder det bara som ren PR och andra så att man verkligen ska kunna få svar på sina frågor. Andra integrerar den med den finansiella vilket kan vara svårt då den finansiella rapporteringen är styrd av lagar och regler vilket hållbarhetsdelen inte är och då försvinner den in i den finansiella och det är svårt att hitta siffrorna. Respondenten upprepar att analyskåren inte riktigt är med, och att på det stora hela har säljanalytikerna inte förstått vikten av hållbarhet, och att många av respondentens branschkollegor aldrig läser en hållbarhetsredovisning eller vet vad en GRI-rapport är.

När man går vidare och pratar med företagen om hållbarhet är det många verkställande direktörer som hänvisar direkt till företagets CSR-team och inte själva verkar ha insyn i hur det fungerar eller förstår betydelsen av hållbarhetsarbete. Detta tror respondenten beror på en låg medvetenhet bland företagsledningarna om vilka fördelar hållbarhetsarbete kan medföra. Men som tidigare nämnts finns det även en låg medvetenhet bland analytikerna och respondenten tror att om det kommer ett bolag som kan visa att de tar hänsyn till hållbarhet i sin analys kommer de få en väldigt bra position. Ingen vill hävda att de investerar oetiskt då finansmarknaden bygger på förtroende.

#### 4.4.5 Etiska fonder

På SEB har man två svenska aktiefonder och totalt 15 fonder som marknadsförs som etiska och respondenten tror att olika typer av etiska fonder funnits i ett tiotal år på företaget. Incitamentet till att börja med etiska fonder har att göra med att det på 90-talet fanns miljöfonder som endast investerade i miljövänliga bolag. Sedan blev det konceptet urvattnat när alla bolag ville vara miljövänliga. Därifrån blev miljöfonderna etiska investeringar istället. Skillnad mellan de etiska fonderna och andra (ansvarsfulla) fonder, som ju även de följer UN PRI, är att de etiska styr mer mot hållbara företag och branscher. Som ett exempel har vår respondent inga investeringar i oljebolag även om det är tillåtet i bolaget, medan respondentens kollegor med traditionella fonder har det då de ser att affärsmöjligheterna överväger risken, vilket respondenten inte tycker att det gör.

Respondenten anser att det är tråkigt att den generella uppfattningen om etiska fonder är att man måste välja mellan hållbarhet och avkastning samt att de etiska fonderna går sämre än andra. Respondenten menar att även denne har ett ansvar gentemot sina kunder gällande avkastning och att de inte behöver nöja sig med en lägre avkastning för att de investerar etiskt, respondenten tror snarare att det är tvärtom.

Respondenten nämner att tre procent av världens förvaltade kapital klassas som att det förvaltas hållbart och att samma siffra i Sverige ligger på en och en halv procent. Samtidigt finns det ingen definition av vad som är en etisk fond och inte heller några krav på de etiska fonderna, utan det handlar mer om marknadsföring. Hon menar att i Sverige är det i princip praxis att om man inte investerar i Swedish Match eller SAAB (för försvarsindustrin) kan man kalla sig för etisk. Hur man på SEB kommer fram till vad som är en etisk fond bestäms ibland i samråd med kunden och ibland inte. När det är en institution som är kund är det lättare att träffas för att i samråd och möten diskutera de etiska aspekterna. I den ena fonden som istället är öppen för allmänheten är det svårare att få till en dialog med kunden, där sker fondens utformning med olika intressenter i fondbolaget.

## **4.5 Evli Fonder (via mail)**

### **4.5.1 Bakgrund**

Evli Fonder är ett fondbolag som förvaltar cirka 50 miljarder kronor för institutionella och privata kunder (Penserfonder, 2012). Vår respondent är förvaltare av två fonder på företaget och har haft sin nuvarande position i ett år, tidigare har respondenten jobbat som bolags/portföljanalytiker i cirka två år.

### **4.5.2 Företagsanalys**

Syftet med analyserna är att hitta bolag som är felprissatta av marknaden som Evli därmed ska kunna skapa överavkastning på, på lång sikt, genom att hitta bra bolag till ett lågt pris. I en analys väger Evli in så kallade hårda värden som till exempel värdering via DCF, relativ screening och teknisk analys. Utöver detta lägger de stor vikt vid mjuka värden såsom hur en organisation leds, hur det innovativa klimatet ser ut och vilken långsiktig potential som finns i framtidsstrategin. Detta innebär att man utöver en klassisk finansiell analys även besöker bolag för att prata med ledning, kunder och anställda för att få en uppfattning om huruvida bolaget är, och uppfattas som, långsiktigt framgångsrika.

I analysen är det främst tre områden som beaktas: strategiska, finansiella och operationella aspekter. Respondenten ger exempel på att man undersöker om bolaget har en hållbar strategi för de kommande 5-10 åren, om de har finansiella resurser att genomföra denna strategi och om bolaget har nödvändiga operationella aspekter på plats såsom en duktig ledning och tillräckligt välinvesterade fabriker. Informationen till analysen hämtas från databaser och informationssystem såsom Bloomberg, Reuters, SIX, Factset och extern analys från banker och konsultbolag. Respondenten anser att merparten av den nödvändiga informationen idag finns tillgänglig via företagens hemsidor, men att deras vilja eller förmåga att förmedla framtidsprognoser på detaljnivå varierar. I den aspekten kan det saknas information och i sådana fall gör de egna antaganden.

### **4.5.3 UN PRI**

Evli har undertecknat UN PRI och vill genom detta bidra till att öka insikten om globala ansvarsfulla investeringar hos medarbetarna. I förvaltningen tas etisk hänsyn genom exkludering av bolag som bedriver verksamhet inom områden som kan anses vara kontroversiella såsom industri som producerar splitterbomber, pornografi, alkohol och droger. Utöver dessa tillkommer bolag som återkommande rapporteras förfölja fackligt anslutna.

Denna exkludering kan dock inte efterlevas i indexfonder och vissa typer av ETFer (exchange-traded fund) som följer ett visst index och som därför måste följa index enligt dessa fondbestämmelser.

Grundsynen på Evli är att företag som är etiska också är mer långsiktigt hållbara och framgångsrika över tid. De använder sig till viss del av positiv screening då de ibland investerar i bolag som driver en miljöpositiv utveckling framåt, dels av etiska skäl men också av kommersiella skäl. Som exempel nämner han att ett förpackningsbolag som kan skapa förpackningar i återvinningsbara material är långsiktigt mer intressant än plastbaserade förpackare. Gällande engagements så har Evli, som är ett mindre fondbolag, ett begränsat direkt ägarinflytande i sina portföljbolag. De använder ändå sitt ägarinflytande i största möjliga mån genom att till exempel aktivt undvika att investera i tobaksbolag. Utöver detta vill de markera i möten med ledningar att ett utökat miljömässigt ansvar ses som positivt från ägarhåll och att det är frågor som bör bedrivas.

#### *4.5.4 Hållbarhet*

Respondenten tittar på ett företags hållbarhetsarbete på en övergripande nivå. Respondenten nämner att det bidrar till helhetsintrycket av bolaget och att det de lägger vikt vid är att bolaget genomsyras av öppenhet, ärlighet och miljömässig hållbarhet vilket enligt dem ligger till grunden för ett långsiktigt företagande. Däremot har de inget särskilt ramverk för hur de metodiskt arbetar med detta utan dessa aspekter tas hänsyn till i respektive fall eftersom att olika branscher skiljer sig väldigt mycket åt. Informationen om ett företags hållbarhetsarbete hämtas från hemsidan, diskussioner med bolagsledningar, analyser, oberoende rapporter och dagspress.

Intervjupersonen anser att stora bolag absolut publicerar tillräckligt med information om deras hållbarhetsarbete medan de mindre bolagen har mer att arbeta på för att lyckas komma upp i samma standard. Det som de mindre bolagen bör jobba på är att ha mer information tillgänglig i sina årsrapporter och på deras hemsida. Gällande hållbarhetsredovisningen och vilket ramverk som används är detta inget som Evli går in på i detalj då det blir svårt att hinna med eftersom de täcker cirka 250 bolag.

Gällande hållbarhetsredovisningen och användningen av denna menar respondenten att alla branscher står under ständig förändring. Den finansiella sektorn i allmänhet och aktieanalys i

synnerhet står inför stora förändringar kring hur man bedriver en framgångsrik verksamhet framöver. Traditionellt sett har aktieanalys under de senaste årtionden varit relativt kortsiktigt där man endast kollat ett kvartal in i framtiden och därmed inte lagt någon vikt vid den långsiktiga bilden av ett företag. På Evli har man synen att aktieanalytiker måste bli bättre på att titta på ett bolags långsiktiga strategi och om man gör detta så kommer per automatik de långsiktiga hållbarhetsfrågorna att växa i betydelse. De tror således att det kommer bli ett naturligt större fokus bland framgångsrika aktörer på hållbarhetsfrågor.

## 5. ANALYS

*I följande kapitel kommer en jämförelse och analys göras av empirin. Även en koppling mellan empirin och teorin kommer att göras, där teorin används för att försöka förklara beteendet hos fondbolagen.*

### **5.1 Legitimitetsteori och institutionell teori**

Utifrån vår analys av den empiriska studien ser vi att fondbolagens analyser av företagens hållbarhetsarbete har ökat i omfattning de senaste åren. Denna ökning kan härledas till att fondbolagen idag investerar mer i företag som arbetar hållbart än vad man har gjort tidigare. För att säkerställa att man investerar i hållbara företag har man som ett resultat av detta ökat sin personalstyrka med fler som arbetar med att analysera företagens hållbarhetsarbete. Alla respondenter lyfter fram två motiv till att man väljer att investera mer i företag som arbetar hållbart. Det första motivet är att respondenterna tror att de företag som arbetar hållbart kommer att skapa mer värde på lång sikt. SEB och Nordea lyfter fram att det idag finns en vetskap om jordens begränsade resurser och de konsekvenser som detta kommer att ha i framtiden. De företag som är bäst rustade för att klara av dessa utmaningar i framtiden kommer att inneha konkurrensfördelar och därmed gå finansiellt bättre på lång sikt.

Det andra motivet är fondbolagens egna värderingar. Den förändring av fondbolagens värderingar som har skett till att fokusera mer på, och ta mer hänsyn till, hållbarhet kan knytas an till legitimitetsteorin som förklarar att en organisation är påverkad av, och i sin tur påverkar, samhället där den verkar. Hållbarhetsfrågor har ökat i betydelse i samhället de senaste åren och det har påverkat fondbolagens värderingar. Att ha fler anställda som arbetar med hållbarhetsanalyser och att investera mer i företag som arbetar hållbart är i linje med de nya socialt konstruerade normer och värderingar som existerar i samhället. Detta kan dessutom förklara det faktum att alla våra respondenter har skrivit under UN PRI vilket innebär att alla investeringar ska följa de principer som finns för ansvarsfulla investeringar. Det råder ingen tvekan om att respondenterna tar dessa principer på stort allvar vilket kan ha sin grund i att medvetenheten kring dessa frågor har ökat i samhället i stort. Genom att underteckna UN PRI erhåller fondbolagen legitimitet och kan visa för sina kunder och för samhället att hållbarhetsfrågor är viktiga för dem. Att många av respondenternas konkurrenter har undertecknat dessa principer kan också förklara varför våra respondenter har valt att underteckna principerna. Detta i enlighet med den institutionella teorin om organisationers benägenhet att härma sina konkurrenter och följa de trender som finns i samhället för att inte

förlora konkurrensfördelar. Det behöver således inte finnas en rationell förklaring till varför man har valt att underteckna UN PRI utan det kan bero på att man inte vill framstå som sämre än sina konkurrenter.

Uppkomsten av etiska fonder, fonder som marknadsförs som mer etiska än andra fonder, kan också härledas till legitimitetsteorin och den institutionella teorin. Fyra av våra fem respondenter erbjuder etiska fonder och även om de tror på en minst lika bra avkastning som för andra fonder verkar den största drivande kraften vara efterfrågan hos kunderna och de trender som existerar i samhället. Fondbolagen är beredda att följa den trend som finns genom att erbjuda etiska fonder för att inte tappa konkurrenskraft. I överensstämmelse med intressentteorin är det viktigt för fondbolagen att erbjuda fler skräddarsydda etiska fonder för att behålla sina kunder och attrahera nya kunder genom att tillgodose deras växande efterfrågan på etiska fonder.

## **5.2 Hållbarhetsredovisning**

Som framgår av intervjuerna är hållbarhetsredovisningarna, tillsammans med dialogen med företagen, en av de främsta källorna för inhämtning av information om företagens hållbarhetsarbete. Även om den är en viktig källa finns det en syn bland majoriteten av respondenterna att analytiker som inte är inriktade på hållbarhet inte tittar på denna redovisning överhuvudtaget, även om många till allmänheten hävdar att de gör detta. Att man inte öppet vill berätta att man inte tar hållbarhetsredovisningen i beaktning visar på att det finns en press från samhället att titta på dessa faktorer och att hållbarhetsredovisningen från samhällets perspektiv ses som ett viktigare verktyg än vad den i själva verket är.

Våra respondenter på DNB tror att anledningen till att analytiker som inte är inriktade på hållbarhet inte beaktar hållbarhetsredovisningen kan bero på att dessa är intresserade av att hitta finansiellt materiella frågor. För att klassas som materiella ska ett tydligt samband mellan hållbarhet och hur aktiekursen påverkas framgå. Denna koppling framgår oftast inte i hållbarhetsredovisningarna och leder till att dessa inte blir relevanta. Fondbolag X och SEB nämner att det kan ha med kortsiktigheten att göra och att det är svårt att finna en relevans mellan hållbarhetsfrågor och aktiekursen. Det framgår att så länge analytikerna inte ser en koppling mellan de finansiella målen och hållbarhet, har ett kortsiktigt tänk och hållbarhet inte går att räkna på så kommer inte analytiker utan inriktning mot hållbarhet att ta hållbarhetsredovisningen i beaktande i sina företagsanalyser.



Som framgått är även hållbarhetsanalytikerna missnöjda med hållbarhetsredovisningarna även om denna är en av deras främsta informationskällor. Missnöjet bland våra intervjuade hållbarhetsanalytiker består i att företagen verkar ha svårt att veta vad de ska mäta och publicera. Detta anser SEB, Nordea och DNB leda till att de publicerar för mycket information och rapporterna blir överflödiga. Hållbarhetsanalytikerna efterfrågar rapporter som är mer branschspecifika och anpassade efter vilket geografiskt område som företaget verkar i. De vill även att företagen ska vara mer konkreta och förklara vad de gör i praktiken, vad deras mål är, vad deras långsiktiga strategi är och hur de arbetar för att uppfylla dessa. Efter att ha gått igenom våra respondenters betygsättning av de olika komponenterna i hållbarhetsredovisningen kan vi utläsa vilka delar som generellt sett verkar vara av olika betydelse vid en företagsanalys. På en mer detaljerad nivå har vi svårt att utläsa vilka delar som är av störst vikt medan de områden som majoriteten av bolagen betygssatte som minst betydelsefulla framgick tydligare. De områden som fick lägst betyg var internt och externt/samhälle där de tre underkategorier som fick lägst betyg var samhällsengagemang, intern utbildning och jämlikhet bland anställda. Den underkategori som fått lägst betyg utanför dessa tre är utsläpp under området miljö. Dessa resultat skiljde sig inte åt mellan analytiker inriktade på hållbarhet och de som inte är det

Vår andra del av betygsättningen var en ranking av de sex huvudområdena (se Bilaga 1). Inte heller där ser vi någon stor skillnad mellan analytiker som är hållbarhetsinriktade och andra analytiker. Den enda skillnaden som framgår är att de som inte är inriktade på hållbarhet har rankat miljöfrågor sämre än hållbarhetsanalytikerna. Gemensamt för alla är att det område som de anser vara av störst vikt vid en företagsanalys är organisatoriskt som innebär företagets strategi, bolagsstyrning, uppförandekod och marknadsnärvaro. Därefter kommer i fallande ordning; finansiellt, mänskliga rättigheter och miljöfrågor (samma plats), internt och samhälle/externt. Som en av respondenterna nämnde under betygsättningen satte denne högt på de områden som kan ha en finansiell påverkan som till exempel mänskliga rättigheter och miljöfrågor där brott mot dessa kan leda till sanktioner eller böter. Detta skulle kunna förklara varför dessa faktorer fått en bättre ranking än till exempel internt och externt/samhällsengagemang där böter och andra faktorer som kan påverka det finansiella inte är lika förekommande. Det framgår tydligt både genom betygsättningen och från intervjuerna att våra fondbolag främst efterfrågar information gällande företagets organisation och hur denna styrs följt av hur man efterföljer mänskliga rättigheter och arbetar med miljöfrågor.

### **5.3 Positiv och negativ screening**

Vi kan se från vår datainsamling att samtliga respondenter arbetar på ett liknande sätt för att investera ansvarsfullt och följa UN PRI. Den övervägande metoden är negativ- och normscreening där samtliga respondenter väljer att inte investera i företag som verkar inom kontroversiella sektorer och/eller bryter mot normer och konventioner. Angående företag som bryter mot normer och konventioner försöker samtliga respondenter att påverka dessa genom engagements, diskussioner med företagen för att påverka dem att handla på ett mer hållbart sätt. Den positiva screeningen, där man aktivt väljer företag att investera i istället för att exkludera företag, är det inget av fondbolagen som tillämpar fullt ut utan endast till viss del även om fyra av respondenterna tror att det kommer bli den övervägande metoden i framtiden. På SEB tror man att den negativa screeningen är på väg bort och att branschen går mer mot att aktivt välja företag att investera i. Även Fondbolag X nämner att man kan tänka sig att gå mer mot positiv screening då negativ screening ses som ett nederlag eftersom man inte lyckats påverka företagen. Varför de ändå väljer att jobba med negativ screening kan ha att göra med den ryktesrisk som finns för kunderna och fondbolagen själva när man engagerar sig i kontroversiella sektorer. Det verkar även vara så att kunderna generellt sett inte efterfrågar ett större engagemang än det som finns idag och att den press som finns utifrån endast leder till att negativ screening används. Detta fokus på negativ screening anser vi innebära ett mindre fokus på hållbarhet än vad positiv screening skulle göra då man hade valt att investera i de företag som ligger i framkant gällande hållbarhetsarbete och där följaktligen betydelsen av företagets hållbarhetsarbete hade blivit större.

När det gäller screening och etiska fonder framstår inte skillnaden mellan etiska och andra (ansvarsfulla) fonder som särskilt tydlig. Samtliga våra intervjuföretag har skrivit under UN PRI vilket innebär att samtliga investeringar är ansvarsfulla. Vad är då skillnaden mellan en ansvarsfull och en etisk fond? Från intervjuerna framgår det att fondbolagen jobbar på olika sätt med etiska fonder där man på SEB lägger ett större fokus på hållbara branscher, på Nordea utvecklar man mer djupgående analyser om miljö- och sociala frågor och på DNB utesluter man fler kontroversiella sektorer. De etiska fonderna verkar screenas mer än andra fonder men ett större fokus på företagets hållbarhetsarbete i form av positiv screening verkar inte göras i någon större utsträckning. Frågan är om detta kan anses vara tillräckligt för att få kalla en fond etisk? Här kommer problematiken med att det inte finns någon definition, eller krav, på en etisk fond in. På SEB nämner man att det i princip är praxis att så länge man inte investerar i Swedish Match eller Saab (för försvarsindustrin) så kan man kalla sig för etisk. Vi anser att

detta verkar vilseledande och inte heller tillräckligt djupgående för att kallas etiskt. Även om etik är subjektivt och inte innebär samma sak för alla bör det finnas ett ramverk för vad en etisk fond är och mer specifikt vad analytikerna tittar på för parametrar snarare än vad de utesluter. Det lämpar sig därför väl att SWESIF arbetar med att ta fram standarden ”Hållbarhetsprofilen” där fondbolagen ska beskriva hur man jobbar med etiska fonder så att kunden enklare ska kunna jämföra dessa fonder hos olika fondbolag.

#### ***5.4 Bidrag till litteraturen***

Existerande litteratur visar dels på att efterfrågan på hållbarhetsredovisningar ökar bland företagens intressenter (Ljungberg & Barkland 2010, Clarkson 1995, Gray et al., 1996) samtidigt som undersökningar som gjorts visar på att just analytiker inte tar dessa faktorer i beaktning (Jaworski, 2007, Rogers & Grant, 1997, Breton & Taffler, 2001, Previs et al., 1994, Flöstrand, 2006). Dessa undersökningar har främst gjorts i form av dokumentstudier. Vad vi har bidragit med genom vår uppsats som inte omfattas av existerande litteratur eller undersökningar är att undersöka varför och hur analytikerna tittar på dessa faktorer. Vi har kommit fram till att den efterfrågan som sägs finnas faktiskt existerar men att många analytiker trots detta inte tittar på hållbarhetsredovisningarna. Vårt bidrag handlar om orsakerna till att man inte tittar på hållbarhetsredovisningarna samt vilka faktorer som analytikerna anser har en större vikt vid en företagsanalys och som därmed bör lyftas fram i hållbarhetsredovisningen. Vi har även undersökt etiska fonder och skillnaden mellan dessa och andra fonder, ett område som inte är särskilt utforskat.

## 6. SLUTSATS

*I slutsatsen presenteras resultaten av undersökningen utifrån analysen. Resultaten presenteras utifrån huvudsyftet och bisyftet som presenterats tidigare i uppsatsen.*

### 6.1 Huvudsyfte

*”Syftet med uppsatsen är att undersöka om och i sådana fall på vilket sätt fondanalytiker använder sig av företagens hållbarhetsredovisningar i sina företagsanalyser.”*

Det går att konstatera från analysen att det finns en efterfrågan på företagens hållbarhetsarbete från analytikernas sida. Denna efterfrågan styrs dels av analytikernas egna värderingar men också av en stark tro på att företag som arbetar hållbart kommer att gå finansiellt bättre på lång sikt. Finansmarknaden domineras dock av ett kortsiktigt tänkande där kunderna vill se kortsiktiga avkastningsvinster. Detta resulterar i att företagens hållbarhetsfrågor därför alltför ofta förbises av analytiker som arbetar för att tillgodose dessa kortsiktiga krav.

Hållbarhetsredovisningen är företagens främsta kommunikationsverktyg för att förmedla sitt hållbarhetsarbete. Analytikerna använder denna rapport initialt för att få en övergripande bild av ett företags hållbarhetsarbete. Den mest relevanta informationen hämtas dock genom en dialog med företagsledningen när detta är möjligt. Genom att använda sig av GRIs riktlinjer har man underlättat för företagens intressenter att jämföra och analysera innehållet i dessa rapporter. Enligt vår analys finns det en positiv syn bland analytiker på att det existerar en internationell standard som företag förväntas följa, dock finns det kritik för hur hållbarhetsrapporterna är utformade. Det finns en syn bland analytiker att dessa rapporter används som reklam för att förbättra företagens varumärken och image och är utformade som bra PR för företagen själva istället för att vara tänkt som underlag för analytikerna. Det är svårt att hitta frågor som är finansiellt materiella och där man kan se ett tydligt samband med hur aktiekursen påverkas. Det efterfrågas en hållbarhetsredovisning som tydliggör kopplingen mellan hur företagens hållbarhetsfrågor påverkar de finansiella aspekterna och tvärtom. En integration av dessa frågor skulle underlätta för analytiker att ta med dessa frågor i sina analyser och som underlag i sina investeringsbeslut. Framförallt är det området *organisatoriskt*, följt av områdena *mänskliga rättigheter* och *miljöfrågor* som är av störst betydelse för analytiker visar vår studie. Detta kan bero på att dessa områden är lättast att koppla ihop med hur företagen går finansiellt sett. Även riktlinjer som tar mer hänsyn till vilken bransch och var geografiskt företaget är verksamt efterfrågas då detta påverkar hur ett företag analyseras.

## **6.2 Bisyfte**

*”Vi ämnar också undersöka hur användningen av hållbarhetsredovisningen i företagsanalyser skiljer sig åt hos fondanalytiker som arbetar med etiska fonder respektive de som arbetar med andra fonder.”*

Utbudet av etiska fonder beror främst på en efterfrågan hos kunderna, de existerande trenderna i samhället och tron hos fondbolagen att dessa fonder kan ge en minst lika bra avkastning som andra fonder. Däremot framstår inte skillnaden mellan de etiska fonderna och andra fonder som särskilt tydlig och det etiska perspektivet kan ifrågasättas. Hade fondbolagen varit mer intresserade av de företag som faktiskt ligger i framkant gällande hållbarhet så hade positiv screening varit det övervägande tillvägagångssättet för att hitta hållbara företag att investera i. Att det inte redan är det kan bero på att kunderna inte efterfrågar ett större engagemang av fondbolagen och att negativ screening därmed räcker som underlag för deras etiska fonder.

Samtidigt existerar det en problematik med att det inte finns någon entydig definition på etik eller några krav för att få marknadsföra en fond som etisk. Att SWESIF för närvarande tar fram en standard där man ska beskriva hur man arbetar med etiska fonder är något som det finns ett behov av för att medvetna kunder ska veta vad det är de egentligen investerar i. Det bör ställas krav på de etiska fonderna för vad de ska uppfylla för att få kallas etiska och att man sätter en mer tydlig definition på vad en sådan fond innebär. Så länge man inte har några krav på de etiska fonderna kan de, precis som hållbarhetsredovisningen för många företag, få den funktionen att de används som reklam för fondbolagen snarare än att de har någon egentlig funktion. Detta eftersom de flesta ändå skrivit under UN PRI och därför förvaltar allt kapital i företaget ansvarsfullt. Det är vår uppfattning att om analytikerna hade haft ett större intresse för hållbarhet hade positiv screening varit det övervägande sättet att ta fram ansvarsfulla investeringar och etiska fonder, därmed hade även hållbarhetsredovisningen fått en större betydelse.

## **6.3 Förslag till vidare forskning**

Den här undersökningen skulle kunna upprepas och göras mer omfattande och inkludera alla 79 fondbolag som är verksamma på den svenska marknaden. Detta dels för att få fler respondenter att ställa upp i studien men även för att undersöka användningen av hållbarhetsredovisningar hos alla fondbolag på den svenska marknaden och inte endast hos de som är medlemmar i

Fondbolagens Förening. Ett område som vi under uppsatsens gång har stött på är den påverkan som branschriktningar hos företagen har på hållbarhetsanalyserna. Här finns det utrymme att både titta närmare på vad företagen själva väljer att presentera för information och vad efterfrågesidan väljer att titta på beroende på bransch.

SWESIF kommer inom en snar framtid att vara klara med att ta fram en standard som på ett överskådligt och enkelt sätt informerar om hur fonder tillämpar hållbarhetskriterier i sin förvaltning. Det vore intressant att undersöka både efterfrågesidan och utbudssida för att ta reda på vad det kommer att få för konsekvenser. Ett förslag är att undersöka huruvida mer detaljerad information om varje etisk fond och att lättare kunna jämföra med andra fonder hos de olika fondbolagen kommer att påverka fondspararnas investeringsbeslut och fondbolagens hållbarhetskriterier i sina fonder.

Integrerad rapportering är fortfarande ett nytt område där det ännu inte finns någon teori eller ramverk. Om några år kommer det sannolikt att vara vanligare att hållbarhetsredovisningen är integrerat med årsrapporten hos många företag. Det vore intressant att då göra om den här studien för att ta reda på om analytikernas användning av hållbarhetsredovisningarna har förändrats och i så fall på vilket sätt.

## KÄLLFÖRTECKNING

Arbnor, I., Bjerke, B. (1994). *Företagsekonomisk metodlära*. Studentlitteratur, Lund.

Borglund, T., Frostenson, M. & Windell, K. (2010). *Effekterna av hållbarhetsredovisning: en studie av konsekvenserna av de nya riktlinjerna om hållbarhetsinformation i statligt ägda företag*.

Hämtad 2012-02-25, från:

<http://www.regeringen.se/content/1/c6/15/23/50/588f17ea.pdf>

Brabeck-Letmathe, P. (2011). *CRS Index 2011*, de Leo & Vollbracht, InnoVatio Publishing Ltd. Beirut, Boston, Pretoria, Tianjin, Zurich, 70-92.

Breton, G. & Taffler, R. (2001). Accounting information and analyst stock recommendation decisions: a content analysis approach. *Accounting and Business Research*, 31, 91-101.

Bryman, A. & Bell, E. (2005). *Företagsekonomiska forskningsmetoder*. Liber AB, Malmö.

Clarkson, M. (1995). A stakeholder framework for analyzing and evaluating corporate social performance. *The Academy of Management Review*, 20, 92-117.

Deegan, C. (2000). Introduction, the legitimising effects of social and environmental disclosures- a theoretical foundation. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 15, 282-311.

DiMaggio, P.J., & Powell, W.W. (1983). The iron cage revisited: Institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields. *American sociological review*, 48, 147-160.

DNB. (2012). *Om DNB Asset Management*.

Hämtad 2012-05-16, från:

<https://www.dnb.se/se/sv/fonder/om-oss.html>

Eriksson-Zetterquist, U. (2009). *Institutionell teori – idéer, moden och förändring*. Liber AB, Malmö.

Eurosif. (2010). *European SRI Study*.

Hämtad 2012-02-28, från:

[http://www.eurosif.org/images/stories/pdf/Research/Eurosif\\_2010\\_SRI\\_Study.pdf](http://www.eurosif.org/images/stories/pdf/Research/Eurosif_2010_SRI_Study.pdf)

Fairtradecenter. (2012). *Etiska fonder*.

Hämtad 2012-02-15, från:

<http://www.fairtradecenter.se/node/321>

Finansinspektionen. (2012). *Företagsregistret – fondbolag*.

Hämtad 2012-03-12, från:

<http://www.fi.se/Tillstand/Foretagsregistret/Foretagsregistret-Foretag-per-kategori/?typ='FONDBO','FILFO+', 'FOND++', 'APFOND'>

Flöstrand, P. (2006). The sell side – observations on intellectual capital indicators. *Journal of Intellectual Capital*, 7, pp. 457 – 473.

Fondbolagens Förening. (2012a). *SRI – hållbara och ansvarsfulla investeringar*.

Hämtad 2012-03-01, från:

<http://www.fondbolagen.se/Om-oss/Vara-viktiga-fragor/SRI/>

Fondbolagens Förening. (2012b). *Bli medlem*.

Hämtad 2012-05-07, från:

<http://www.fondbolagen.se/sv/Om-oss/Bli-medlem/>

Fondbolagens Förening. (2012c). *Riktlinjer för fondbolagens ägarutövande*.

Hämtad 2012-03-01, från:

<http://www.fondbolagen.se/sv/Juridik/Riktlinjer/Riktlinjer-for-fondbolagens-agarutovande/>

Freeman, R. & Reed, D. (1983). Stockholders and stakeholders: a new perspective on corporate governance. *Californian Management Review*, 25, 88-106.

Globalreporting. (2012). *About GRI*.

Hämtad 2012-02-16, från:

<https://www.globalreporting.org/information/about-gri/Pages/default.aspx>

Gray, R, Kouhy, R. & Lavers, S. (1995). Corporate social and environmental reporting: a review of the literature and a longitudinal study of UK disclosure. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, Vol. 8, No. 2, pp. 47-77.

Gray, R., Owen, D. & Adams, C. (1996). *Accounting & Accountability – changes and challenges in corporate social and environmental reporting*. Prentice Hall, London.



GRI. (2011). *Sustainability Reporting Guidelines*.  
Hämtad 2012-04-20, från:  
<https://www.globalreporting.org/resource/library/G3.1-Sustainability-Reporting-Guidelines.pdf>

GRI Database. (2011).  
Hämtad 2012-02-16, från:  
<http://database.globalreporting.org/>

Groysberg, B., Healy, P., Chapman, C., Shanthikumar, D., & Gui, Y. (2007). *Do buy-side analysts out-perform the sell-side?* Harvard Business School och University of North Carolina, Chapel Hill.

Hedberg, C-J. von Malmborg, F. (2003). The global reporting initiative and corporate sustainability reporting in swedish companies. *Corporate Social Responsibility Environment Journal*, 1, 153–164.

Hedlund, S. (2007). *Institutionell teori: ekonomiska aktörer, spelregler och samhällsnormer*. Studentlitteratur AB, Lund.

Investopedia. (2012). *What is the difference between a buy-side analyst and a sell-side analyst?*  
Hämtad 2012-03-10, från:  
<http://www.investopedia.com/ask/answers/04/040204.asp#axzz1ozAKHVIX>

Investorwords. (2012). *Sell-side analyst*.  
Hämtad 2012-03-10, från:  
[http://www.investorwords.com/4483/sell\\_side\\_analyst.html](http://www.investorwords.com/4483/sell_side_analyst.html)

Ionnau, I. & Serafeim, G. (2011). *The Consequences of Mandatory Corporate Sustainability Reporting*.  
Hämtad 2012-02-18, från:  
<http://www.hbs.edu/research/pdf/11-100.pdf>

Jansson, M., & Biel, A. (2011). Investment institutions's beliefs about and attitudes toward socially responsible investments (SRI). *Wiley*, 10, 523.

Jaworski, W. (2007). *Use of extra-financial information by research analysts and investment managers*. European Centre for Corporate Engagement.  
Hämtad 2012-03-05, från:

[http://www.gmiratings.com/noteworthy/ECCE\\_Survey\\_March\\_2007.pdf](http://www.gmiratings.com/noteworthy/ECCE_Survey_March_2007.pdf)

Kolk, A. (2004) A decade of sustainability reporting: developments and significance. *Int. J. Environment and Sustainable Development*, 3, 51-64.

KPMG. (2011). *Integrated Reporting - Closing the Loop*.

Hämtad 2012-03-04, från:

<http://www.kpmg.com/Global/en/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Documents/Integrated-Reporting.pdf>

Larsson, L-O. (2011). *Hållbar utveckling – från risk till värde*. Studentlitteratur, Lund.

Larsson, M., Bratt, L. & Sandahl, J. (2011). *Hållbar utveckling och ekonomi - inom planetens gränser*. Holmbergs, Malmö.

Lennartsson, R. (2011). Integrerad Rapportering Investorer och analytiker driver på utvecklingen, *Balans*, No. 3/2011, 18-20.

Ljungberg, M., & Barkland, M. (2010). *Konsten att hållbarhetsredovisa - Vägledning för kommunikation och utveckling av hållbarhetsarbetet*. SIS förlag AB, Stockholm.

Moneyterms.(2012). *Sell-side analyst*.

Hämtad 2012-03-12, från:

<http://moneyterms.co.uk/sell-side-analyst/>

Naturvårdsverket. (2005). *Finansmarknaden, miljön och redovisningen*.

Hämtat 2012-03-03, från:

<http://www.naturvardsverket.se/Documents/publikationer/620-5521-6.pdf>

Nordea.(2012). *Fonder*.

Hämtat 2012-05-16, från:

[http://www.nordea.se/Privat/Sparande/Fonder/202674.html?WT.svl=mega-menu\\_sparande\\_category\\_fonder](http://www.nordea.se/Privat/Sparande/Fonder/202674.html?WT.svl=mega-menu_sparande_category_fonder)

Previs, G. J., Bricker, R.J., Robinson, T.R., & Young, S.J. (1994). A content analysis of sell-side financial analyst company reports. *Accounting Horizons, American Accounting Association*, 8, 55-70.

Pwc. (2009). *European Sustainability Reporting Association Report för Sweden*.

Hämtat 2012-02-27, från:

<http://www.pwc.se/sv/hallbar-utveckling/assets/sweden-report-to-esra-2010.pdf>

Regeringskansliet. (2007). *Riktlinjer för extern rapportering för företag med statligt ägande.*

Hämtat 2012-02-15, från:

<http://www.regeringen.se/content/1/c6/09/41/19/ea93479e.pdf>

Roberts, R. W. (1992). Determinants of corporate social responsibility disclosure, *Accounting, Organizations and Society*, 17, 595-612.

Rogers, R., & Grant, J. (1997). Content analysis of information cited in reports of sell-side financial analysts. *Journal of Financial Statement Analysis*, 3, 17-31.

Sjöberg, C. (2010). *Det våras för redovisningar om hållbarhet.*

Hämtat 2012-02-20, från:

<http://www.miljorapporten.se/649.html>

Statens Offentliga Utredningar. (2004). *Att lära för hållbar utveckling.*

Hämtad 2012-02-01, från:

<http://www.regeringen.se/content/1/c6/03/41/44/0fe2bc94.pdf>

Suchman, M.C. (1995). Managing legitimacy: Strategic and institutional approaches. *Academic of Management Review*, 20, 571-610.

Sverige halkar efter. (2011). *Sverige halkar efter inom hållbarhetsredovisning.*

Hämtad 2012-02-06, från:

<http://csripraktiken.se/2011/12/05/sverige-inte-langre-bast-pa-hallbarhetsredovisning/>

Svenska Finansanalytikernas Förening. (2008). *SFF:s Rekommendation om Corporate Responsibility.*

Hämtad 2012-02-10, från:

<http://bookboon.com/se/studentlitteratur/corporate-responsibility/sffs-rekommendation-om-corporate-responsibility>

Swedbank. (2012). *Vi reder ut begreppen.*

Hämtad 2012-03-16, från:

<http://www.swedbank.se/privat/spara-och-placera/etik-och-miljo/vi-reder-ut-begreppen/index.htm>

The Danish Commerce and Companies Agency. (2010). *Corporate Social Responsibility and Reporting in Denmark.*

Hämtad 2012-03-02, från:

[http://www.dcca.dk/graphics/publikationer/CSR/CSR\\_and\\_Reporting\\_in\\_Denmark.pdf](http://www.dcca.dk/graphics/publikationer/CSR/CSR_and_Reporting_in_Denmark.pdf)

The IIRC. (2012). *About IR*.

Hämtad 2012-02-10, från:

<http://www.theiirc.org/about/>

Ullman, A. (1985). Data in search of a theory: A critical examination of the relationships among social performance, social disclosure, and economic performance of US firms. *Academic of Management Review*. 10, 540-557.

United Nations. (1987). *Report of the World Commission on Environment and Development: Our Common Future, II. New Approaches to Environment and Development*.

Hämtad 2012-01-30, från:

<http://www.un-documents.net/ocf-01.htm>

United Nations Environment Programme & KPMG. (2010). *Carrots and Sticks - Promoting Transparency and Sustainability*.

Hämtad 2012-02-15, från:

<https://www.globalreporting.org/resourcelibrary/Carrots-And-Sticks-Promoting-Transparency-And-Sustainability.pdf>

United Nations Global Compact. (2010). *A new era of sustainability – UN Global Compact- Accenture CEO Study 2010*.

Hämtad 2012-02-17, från:

[http://www.unglobalcompact.org/docs/news\\_events/8.1/UNGC\\_Accenture\\_CEO\\_Study\\_2010.pdf](http://www.unglobalcompact.org/docs/news_events/8.1/UNGC_Accenture_CEO_Study_2010.pdf)

UNPRI. (2012a). *The Principles for Responsible Investments*.

Hämtad 2012-05-10, från:

<http://www.unpri.org/about/>

UNPRI. (2012b). *Signatories to the principles for responsible investments*.

Hämtad 2012-05-09, från:

<http://www.unpri.org/signatories/index.php?country=Sweden>

UNPRI. (2012c). *Reporting and Assessment*.

Hämtad 2012-05-09, från:

<http://www.unpri.org/reporting/>

Världsnaturfonden. (2010). *Living Planet Report 2010*.

Hämtad 2012-02-14, från:

<http://awsassets.panda.org/downloads/lpr2010.pdf>

Zucker, L-G. (1987). Institutional theories of organization. *Annual Review of Sociology*, 13, 443-464.

## Bilaga 1 – Frågeformulär



LUNDS UNIVERSITET  
Ekonomihögskolan

Vi är två magisterstudenter som läser sista året på civilekonomprogrammet vid Lunds universitet. Just nu skriver vi vår magisteruppsats med inriktning mot hållbarhetsredovisning och hur fondförvaltare/analytiker använder sig av denna i sina investeringsanalyser.

*”Syftet med uppsatsen är att undersöka om och hur förvaltare/analytiker använder sig av företagets hållbarhetsredovisning i sina företagsanalyser och som underlag för investeringsbeslut”*

För att ta reda på detta kommer vi att intervjua ett antal förvaltare/analytiker på olika fondbolag. Vi avser undersöka hur en företagsanalys går till och vad som beaktas i denna, med fokus på hållbarhetsaspekter.

**Vi vill tacka er för att ni tar er tid att vara med i vår studie!**

**/Sofie Lindgren & Daniel Lindström**

## Intervjuunderlag

### 1. Bakgrund

1.1 Vad är din roll i företaget och vad arbetar du med?

1.2 Hur länge har du arbetat som förvaltare/analytiker och har du någon branschriktning?

### 2. Företagsanalys

2.1 Vad är syftet med era företagsanalyser? Vad ska de leda till?

2.2 Hur går en företagsanalys till?

2.3 Vad ingår i en företagsanalys?

2.4 Vilka faktorer beaktar ni i analysen?

2.5 Vilka värderingsmodeller använder ni vid en företagsanalys och hur ser de ut?

2.6 Varifrån inhämtar ni informationen som behövs för era företagsanalyser?

2.7 Anser ni att det finns tillräckligt med information tillgänglig från företagen för att göra en företagsanalys? *Om inte, vad saknas?*

### 3. Vad som beaktas i företagsanalysen

*Betygsätt följande aspekter efter hur stor betydelse de har i analysen, där 7 innebär att det är mycket viktigt för investeringsbeslutet och 1 innebär att det inte är viktigt.*

**3.1 Finansiella aspekter** – den finansiella aspekten på hur ett företag utvecklas över tiden

**Checklista      Betygsskala (1-7)**

3.1.1 Avkastning (rörelse- och vinstmarginal etc.)

\_\_\_\_\_

3.1.2 Arbets- och kapitalintensitet (förädlingsgrad, resultat/anställd etc.)

\_\_\_\_\_

3.1.3 Finansiella mått (soliditet, skuldsättningsgrad etc.)

\_\_\_\_\_

3.1.4 Aktierelaterade mått (P/E-tal, direktavkastning etc.)

\_\_\_\_\_

3.1.5 Tillgångar

\_\_\_\_\_

3.1.6 Forskning och utveckling

\_\_\_\_\_

3.1.7 Företagets framtidsutsikter (t.ex. framtida order)

\_\_\_\_\_

Följande är tagna från GRI version 3.1:s riktlinjer om hållbarhetsredovisning:

**3.2 Miljöfrågor** – Ett företags inverkan på levande och icke-levande naturliga system.

- |  |                          |       |
|--|--------------------------|-------|
| 3.2.1 Åtgång och återvinning av material   | <input type="checkbox"/> | _____ |
| 3.2.2 Utsläpp  | <input type="checkbox"/> | _____ |
| 3.2.3 Förbrukning av naturresurser   | <input type="checkbox"/> | _____ |
| 3.2.4 Efterföljelse av miljöregleringar/Antal sanktioner p.g.a. brutit mot miljöförordningar | <input type="checkbox"/> | _____ |

**3.3 Internt** – Att företaget vidhåller och arbetar mot att ha en god arbetsmiljö.

- |                                 |                          |       |
|---------------------------------|--------------------------|-------|
| 3.3.1 Arbetsförhållanden        | <input type="checkbox"/> | _____ |
| 3.3.2 Jämlikhet bland anställda | <input type="checkbox"/> | _____ |
| 3.3.3 Hälsa och säkerhet        | <input type="checkbox"/> | _____ |
| 3.3.4 Intern utbildning         | <input type="checkbox"/> | _____ |

**3.4 Samhälle/externt** – Den inverkan företaget har på lokalsamhället där det verkar och hur man handskas med de risker som kan uppstå när man interagerar med andra institutioner

- |                                       |                          |       |
|---------------------------------------|--------------------------|-------|
| 3.4.1 Korruption och mutbrott         | <input type="checkbox"/> | _____ |
| 3.4.2 Icke-konkurrensmässigt beteende | <input type="checkbox"/> | _____ |
| 3.4.3 Samhällsengagemang              | <input type="checkbox"/> | _____ |
| 3.4.4 Kundens säkerhet och hälsa      | <input type="checkbox"/> | _____ |

**3.5 Mänskliga rättigheter** – existerar en intern kontroll i företaget för att upptäcka och rapportera när brott mot mänskliga rättigheter har begåtts

- |  |                          |       |
|--|--------------------------|-------|
| 3.5.1 Kontroll av respekt för mänskliga rättigheter hos leverantörer | <input type="checkbox"/> | _____ |
| 3.5.2 Kontroll av att mänskliga rättigheter efterföljs i företaget   | <input type="checkbox"/> | _____ |

**3.6 Organisatoriskt** – hur företaget är styrt och vilken kultur som råder inom företaget.

- |                       |                          |       |
|-----------------------|--------------------------|-------|
| 3.6.1 Strategi        | <input type="checkbox"/> | _____ |
| 3.6.2 Bolagsstyrning  | <input type="checkbox"/> | _____ |
| 3.6.3 Uppförandekod   | <input type="checkbox"/> | _____ |
| 3.6.4 Marknadsnärvaro | <input type="checkbox"/> | _____ |



### 3.7 Rangordning efter betydelse 1: mest betydelsefullt

6: minst betydelsefullt

Finansiella aspekter	<i>plats:</i> _____
Miljöfrågor	<i>plats:</i> _____
Internt	<i>plats:</i> _____
Mänskliga rättigheter	<i>plats:</i> _____
Samhälle/externt	<i>plats:</i> _____
Organisatoriskt	<i>plats:</i> _____

## 4. UN PRI

4.1 Har ni undertecknat FN:s The Principles of Responsible Investments (se bilaga 1 för en beskrivning av principerna)? [Om nej: gå vidare till fråga 4.5]

4.2 Följer ni principerna? Vilka delar?

4.3 Vilka strategier använder ni er av i urvalsprocessen?

- Använder ni er av negativ screening (undvika att investera i företag som verkar i ”oetiska” branscher) som ett urvalskriterium? Hur då?
- Använder ni er av positiv screening (investera i företag som tar särskilda etiska, miljömässiga, sociala eller andra liknande hänsyn) som ett urvalskriterium? Hur då?

4.4 Sätter ni press på företagen att arbeta mer med hållbarhetsfrågor? Hur då?

4.5 Varför har ni valt att inte underteckna The Principles of Responsible Investments?

## 5. Hållbarhet

5.1 Tittar ni på företagens hållbarhetsarbete när ni utför en företagsanalys? [Om nej: gå vidare till fråga 5.9]

5.2 På vilket sätt använder ni information om företags hållbarhetsarbete när ni utför en företagsanalys?

5.3 Varifrån inhämtar ni information om ett företags hållbarhetsarbete?

**5.4** Har olika branschriktningar effekt på analysen?

**5.5** Tittar ni på vilket ramverk företagen använder sig av för att upprätta en hållbarhetsredovisning eller hur de har kommit fram till den information de presenterar?

**5.6** Tycker ni att företagen publicerar tillräckligt mycket med information om deras hållbarhetsarbete?

**5.7** Skulle företagen kunna redovisa sitt hållbarhetsarbete annorlunda för att underlätta för er? Hur då i sådana fall?

**5.8** Specifikt gällande hållbarhetsredovisningen, hur viktigt är den och skulle den kunna utformas på ett bättre sätt?

**5.9** *Varför använder ni inte er av ett företags hållbarhetsarbete när ni utför en företagsanalys?*

## **6. Frågor till förvaltare/analytiker av etiska/ansvarsfulla fonder**

**6.1** När började ni erbjuda så kallade etiska/ansvarsfulla fonder?

**6.2** Vad hade ni för incitament till att börja med etiska/ansvarsfulla fonder?

## **7. Avslutande frågor och kommentarer**

**7.1** Upplever du att så kallade etiska fonder värderas högre eller ger bättre avkastning än andra fonder?

**7.2** Det finns de som menar att analytiker inte beaktar hållbarhetsredovisning i sina analyser, vad anser du om detta?

## Bilaga 2

### HÅLLBARHETSREDOVISNINGENS UTMANINGAR

**Hållbarhet som fenomen har vuxit i betydelse de senaste åren och så även utbudet av företagens hållbarhetsredovisningar. Men trots att pressen på företag att publicera dessa rapporter har ökat visar vår undersökning att intressenterna, med fokus på fondanalytiker och förvaltare, inte tittar nämnvärt på hållbarhetsredovisningen. Den främsta förklaringen till detta ligger i den bristande utformningen av dagens hållbarhetsredovisningar.**

Hållbarhet blev känt som begrepp för omkring 25 år sedan och sedan dess har medvetenheten kring detta ämne ökat avsevärt bland både konsumenter och företag. Detta har resulterat i att många företag idag väljer att publicera hållbarhetsredovisningar för att redovisa vad de gör på området. Sverige ligger i framkant på området och beslutade år 2007, som första land i världen, att samtliga statliga bolag måste publicera en hållbarhetsredovisning. Till grund för denna utveckling ligger en perception om att företagens intressenter efterfrågar denna typ av information för att få en rättvisande bild av företagen och dess prestationer. Detta stämmer överens med dagens värderingar och medvetenhet, men är det verkligen så det ser ut i realiteten?

För att undersöka detta närmare har vi hållit intervjuer med analytiker och förvaltare på fem fondbolag på den svenska marknaden för att ta reda på hur de använder sig av företagens hållbarhetsredovisningar i sina företagsanalyser. Tre av respondenterna har en inriktning mot hållbarhet och två har inte denna inriktning. Resultatet visar på att det finns en efterfrågan bland analytiker för företagens hållbarhetsinformation men att hållbarhetsredovisningarna i många fall ändå förbises i företagsanalysen av olika

anledningar.

Bland analytiker utan inriktning på hållbarhet handlar förbiseendet av hållbarhetsredovisningen främst om ett kortsiktigt perspektiv och en otydlig koppling mellan hållbarhetsfaktorer och de finansiella målen och aktiekursen. Analytikerna med en inriktning mot hållbarhet ser hållbarhetsredovisningen som en viktig informationskälla, men som är långt ifrån tillräcklig. Som anledning till detta nämns att företagen inte vet vad som är relevant och ska publiceras och att rapporten många gånger blir mer som PR än att den framställs som beslutsunderlag för investerare.

För att få hållbarhetsredovisningen att få den relevans som den enligt den allmänna bilden har måste förändringar göras i dess utformning. Vi har sett en efterfrågan av främst två förändringar. Den ena handlar om integrerad rapportering, där man integrerar hållbarhetsredovisningen med årsredovisningen och visar hur hållbarhets- och finansiella faktorer påverkar varandra. Den andra förändringen handlar om att anpassa hållbarhetsredovisningarna till vilken bransch företaget verkar i och var det verkar geografiskt. Detta är relevant då det skiljer sig mycket mellan vilka hållbarhetsaspekter som blir viktiga att rapportera för olika företag, t.ex. ett oljebolag och ett textilföretag och vilka risker som finns i de olika bolagen.

Genom att göra förändringar i hållbarhetsredovisningen och dess utformning kan man nå en större användning av denna bland analytiker och förvaltare. Rapporten kan därmed användas som det är tänkt, inte som PR för företagen utan ge en helhetsbild av företaget till dess intressenter och som beslutsunderlag för investerare.