



Handelshögskolan
VID GÖTEBORGS UNIVERSITET

Handelshögskolans Civilekonomprogram
Magisteruppsats/Master thesis, ICU 2007

Hur etiska är etiska fonder?

– en studie av fem svenska fondförvaltare –

Magisteruppsats/Master thesis
Externredovisning och företagsanalys
Handelshögskolan vid Göteborgs universitet
HT 2007

Författare/ Authors

Andreas Cajbrandt 840605, Niklas Johansson 830428 och
Robin Järvsén 820430

Handledare/Tutor

Gunnar Rimmel

SAMMANFATTNING

Magisteruppsats, ICU 2007, i extern redovisning och företagsanalys vid Handelshögskolan vid Göteborgs universitet, HT 2007

Uppsatsens titel: *Hur etiska är etiska fonder* – en studie av fem svenska fondförvaltare

Seminariedatum: 15 januari, 2008

Författare: Andreas Cajbrandt, Niklas Johansson och Robin Järvsén

Handledare: Gunnar Rimmel

Bakgrund och problem: Det finns i dagsläget ett stort intresse att investera i etiska fonder, men det råder stor förvirring om vad en etisk fond egentligen är. Under senare år har samhället kännetecknats av en växande medvetenhet hos individerna om företags sociala och etiska ansvar. Begreppet etik är emellertid såväl subjektivt och relativt och varierar dessutom över tiden. Det är upp till fondbolagen själva att definiera vad som är etiskt för dem. Det är således svårt att fastställa något entydigt begrepp för vad som kan anses vara etiskt eller inte. Utifrån denna problemformulering ämnar därför studien att undersöka huruvida etiska fonder verkligen är etiska.

Syfte: Syftet med studien är att undersöka om etiska fonder verkligen är etiska. Vidare ämnar studien diskutera olika delar av problematiken inom det valda området.

Avgränsningar: Studien är avgränsad till att innefatta etiska fonder med placeringsinriktning mot främst svenska bolag. Utbudet av etiska fonder är idag stort, studien kommer emellertid att avgränsas till att innefatta fem olika etiska fonder från fem skilda fondförvaltare.

Metod: Studien har utförts genom en kvalitativ och en kvantitativ undersökning av fem olika svenska fondförvaltare. Intervjuer genomfördes via e-mail och telefon med de olika fondbolagen. De fem fondbolag som ingår i studien är: Banco, KPA, SEB, Swedbank och Öhmans.

Resultat och slutsats: Studien har lyft fram hur branschen allt mer börjar tala om ansvarsfulla placeringar och att detta också inbegriper en förskjutning från negativa kriterier till allt mer positiva kriterier och aktivt ägande. Med nuvarande utveckling tordes det bli allt viktigare med någon form av redovisning för att tydliggöra det arbete som fonden gör. Det är således önskvärt med en ökad transparens för att som fondsparare ha möjlighet att kunna bedöma fonden. Huruvida de fonder som marknadsför sig som etiska skulle vara mer ansvarsfulla än traditionella fonder ges fog att diskutera. För såväl traditionella som etiska fonder är det främst avkastningen som står i centrum. Skillnaden är att etikfonderna uppfyller vissa minimistandarder som bland annat institutionella placerare kräver.

Förslag till fortsatt forskning: Författarna anser att det skulle vara av stort intresse att jämföra amerikanska och europeiska etik/ansvarsfulla fonder. Koncepten CSR och SRI bygger på intressentteorin vilken delvis motsätter sig aktieägarvärdemodellen, som är starkt förknippad med USA:s marknadsbaserade företagande. En utförligare undersökning skulle kunna inbegripa att undersöka hur fonderna, såväl etiska fonder som traditionella fonder, arbetar med ägarstyrning för att få företagen att bete sig ansvarsfullt. Vilka verktyg använder de sig av och hur effektiva är de?

INNEHÅLLSFÖRTECKNING

SAMMANFATTNING

INNEHÅLLSFÖRTECKNING	1
1 INLEDNING	3
1.1 Problembakgrund	3
1.2 Problemdiskussion.....	3
1.3 Problemformulering.....	4
1.4 Syfte.....	4
1.5 Avgränsningar.....	4
1.6 Studiens fortsatta disposition	5
2 METOD	6
2.1 Val av undersökningsobjekt	6
2.2 Metodval.....	6
2.3 Tillvägagångssätt vid intervjuer	7
2.4 Datainsamling.....	9
2.5 Källkritik.....	9
2.6 Studiens tillförlitlighet	9
3 TEORETISK REFERENSRAM	11
3.1 Normativa och analytiska bolagsstyrningsteorier	11
3.1.1 Normativa och instrumentella bolagsstyrningsteorier	11
3.1.2 Agentteorin (Agency theory)	11
3.1.3 Friedmans syn	11
3.1.4 Aktieägarvärdemodellen (Shareholder value)	12
3.1.5 Intressentmodellen (Stakeholder theory)	12
3.1.6 Upplyst aktieägarvärdemodell (enlightened shareholder value)	13
3.1.7 CSR – Corporate Social Responsibility	13
3.2 SRI-metoder och utvärdering.....	14
3.2.1 SRI - Socially Responsible Investments	14
3.3 Etiska synsätt	18
3.3.1 Vägledande uttalande av etiska nämnden för fondmarknadsföring.....	18
3.3.2 Distinktionen mellan företagsetik och andra koncept som ansvarsfullhet	18
3.3.3 Val av etiska investeringskriterier.....	19
3.3.4 Den etiska granskningsprocessen	19
4 EMPIRI	21
4.1 Banco Fondbolag.....	21
4.1.1 Allmän etisk investeringspolicy.....	21
4.1.2 Banco Etisk Sverige	21
4.1.3 Intervju med representant från Banco	22
4.2. KPA Pension	23
4.2.1. Allmän etisk investeringspolicy.....	23



4.2.2 KPA Etisk Aktiefond.....	23
4.2.3 Intervju med representant från KPA	24
4.3 SEB	24
4.3.1 Allmän etisk investeringspolicy.....	24
4.3.2 SEB Etisk Sverigefond- Lux utd	24
4.3.3 Intervju med representanter från SEB.....	24
4.4 Swedbank Robur.....	26
4.4.1 Etisk investeringspolicy	26
4.4.2 Ethica Miljö Sverige	26
4.4.3 Intervju med representant från Swedbank	26
4.5 Öhman Fondbolag.....	28
4.5.1 Etisk investeringspolicy	28
4.5.2 Öhman Etisk Sverige Index	29
4.5.3 Intervju med representant från Öhmans.....	29
5 ANALYS & SLUTDISKUSSION	31
5.1 Fondbolagens SRI.....	31
5.2 Granskningsprocessen	33
5.3 Slutdiskussion	35
5.3.1 Förslag till vidare forskning.....	35
6 KÄLLFÖRTECKNING.....	37

1 INLEDNING

I det inledande kapitlet ges först en problembakgrund till ämnesvalet. Vidare följer en problemdiskussion som mynnar ut i studiens problemformulering, syfte och avgränsningar. Slutligen ges en översikt av studiens fortsatta disposition.

1.1 Problembakgrund

Intresset för att investera i etiska fonder är rekordstort, men det råder stor förvirring om vad en etisk fond egentligen är. Under senare år har samhället kännetecknats av en växande medvetenhet om företags sociala och etiska ansvar. Allt fler människor söker sig därför till investeringar som kan anses stå för ett så kallat etiskt tänkande. Utbudet av de etiska fonderna har under den senaste tio-års perioden ökat väsentligt varför det idag är mer av en regel än ett undantag för fondbolagen att erbjuda någon form av etisk fond. I dagsläget ligger det cirka 100 miljarder kronor under förvaltning i fonder med en etisk eller miljömässig inriktning och internationellt sett används termen SRI, *Socially Responsible Investing* (www.etiska-fonder.se).

Begreppet etik är emellertid såväl subjektivt och relativt och varierar dessutom över tiden. Det är upp till fondbolagen själva att definiera vad som är etiskt för dem. Det är således svårt att fastställa något entydigt begrepp för vad som kan anses vara etiskt eller inte. I media har det förekommit flera fall där tidningsskribenter och aktieanalytiker har kritiserat etiska fonder för att ha oetiska innehav i sina aktieportföljer. I vissa fall har diskussionen handlat om vilka företag som är oetiska och i andra fall att fonden brutit mot sin egen etiska policy. Fondförvaltaren KPA har som uttalad policy att inom energisektorn endast investera i företag som utvecklar hållbar energi ändå finns företag såsom Shell i deras aktieportfölj (Rognerud, 2007).

1.2 Problemdiskussion

Utbudet av de etiska fonderna har ökat väsentligt under det senaste decenniet, men vad som utgör en etisk placering definieras olika hos olika förvaltare. Som en följd av detta träffade Konsumentverket och Fondbolagens Förening en överenskommelse om de krav som skall ställas på de etiska fonderna. Denna överenskommelse innebar bland annat att det anses vara god sed att lämna tydlig information om den hänsyn, grundad på etiska värderingar, som fondens placeringsideologi utgår ifrån samt hur dessa ambitioner skall uppfyllas. Vidare skall det även anges för placerare hur väl fondens ambitioner har uppfyllts och i de fall de inte gjort detta skall det anges vilka ingripanden som tilltagits för att korrigera detta. (ENF - *Vägledande uttalande*, 2004) Media och analytiker anmärker ofta på innehav i de etiska fonderna som de anser vara oetiska. Vad som är etiskt är en subjektiv åsikt och således finns det stort utrymme för olika etiska placeringskriterier. För investeraren är det viktiga att bolagen håller vad de lovar, det vill säga att de följer sina etiska riktlinjer. I detta avseende finns en utbred problematik då efterlevnaden av de etiska kriterierna är svåra att kontrollera.

En annan viktig fråga är hur långt ett företags ansvar skall sträcka sig. Ett bolag som figurerat i flertalet medier under senare tid är Hennes & Mauritz då det uppdagats att en del av leverantörskedjan består av barnarbete på bomullsfälten i Uzbekistan. HM menar i detta avseende att de kontrollerar sina leverantörer men att det inte går att ha uppsikt över samtliga underleverantörer (Trane, 2007).

Det finns idag inte några helt fastslagna normer eller definitioner om vad som kan anses utgöra etiska placeringar. De etiska fonderna som existerar på den svenska fondmarknaden har alla en egen definition av vad som anses utgöra etiska placeringar för dem. Det är sedan upp till den enskilde placeraren att välja en etisk fond som överensstämmer med de egna preferenserna.

1.3 Problemformulering

Utifrån ovanstående problemdiskussion ämnar studien att undersöka huruvida etiska fonder verkligen är etiska? Resonemanget förs utifrån en analys och slutdiskussion av det empiriska materialet utifrån följande områden:

- Vad innefattas i begreppet etisk fond?
- På vilket sätt arbetar etikfonderna med etikutvärdering av företag?

1.4 Syfte

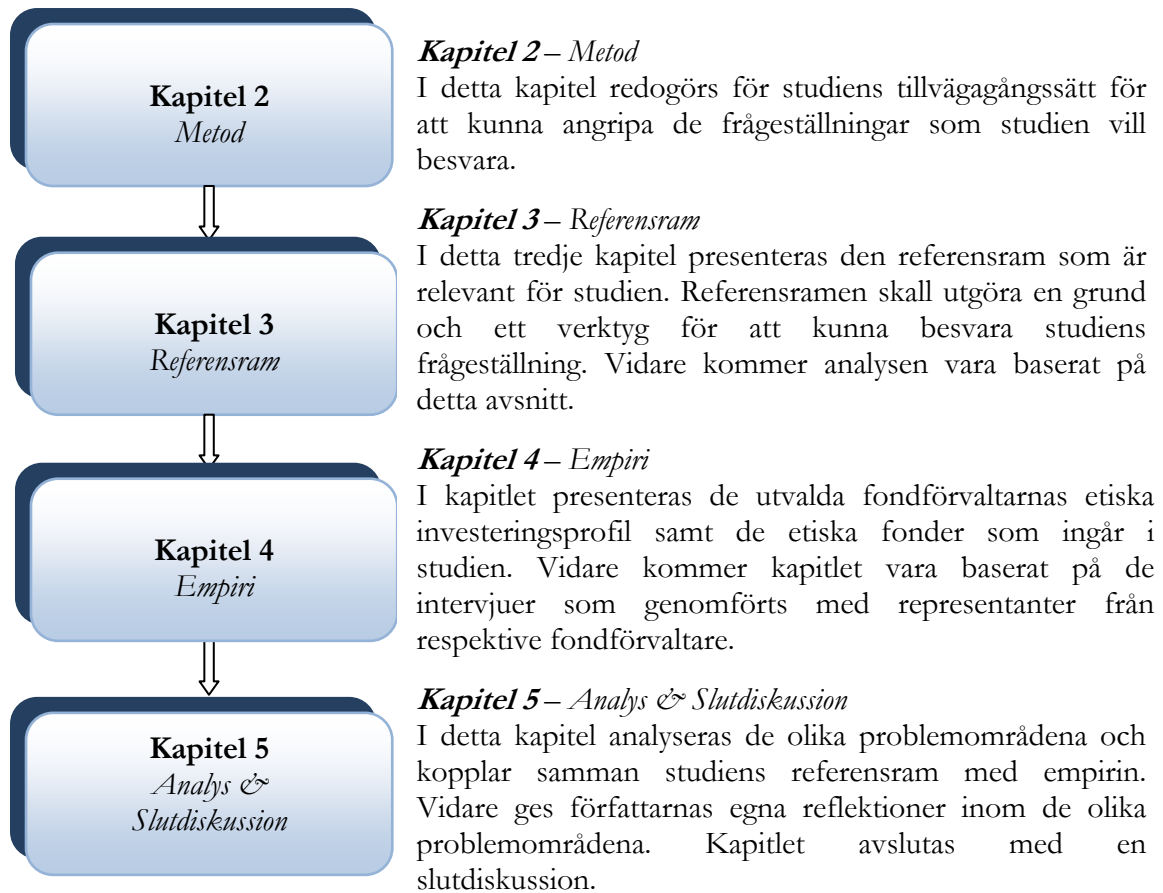
Syftet med studien är att undersöka om etiska fonder verkligen är etiska? Vidare ämnar studien diskutera olika delar av problematiken inom det valda området.

1.5 Avgränsningar

Studien kommer att vara avgränsad till att innefatta etiska fonder med placeringsinriktning mot främst svenska bolag. Det finns idag ett stort utbud av ett flertal olika etiska Sverigefonder. Studien kommer emellertid avgränsas till att innefatta fem olika etiska fonder från fem skilda fondförvaltare. Ideella fonder innefattas inte heller då de arbetar utifrån ett något annorlunda angreppssätt. Dessa fonder arbetar i stora drag som en traditionell aktiefond och skänker en del av intäkterna (förvaltningsavgiften) till välgörande ändamål.

Etiska aktiefonders avkastning kommer inte heller att kontrasteras mot traditionella aktiefonders. Flertalet sådana studier har redan genomförts och uppsatsen har inte heller som huvudmål att besvara denna fråga. För att få en översikt av studier som jämför etiska och traditionella aktiefonders avkastning se exempelvis Hellsten och Mallin (2006).

1.6 Studiens fortsatta disposition



Figur 1: Studiens fortsatta disposition

Källa: Egen bearbetning

2 METOD

Detta kapitel redogör för studiens tillvägagångssätt för att kunna angripa de frågeställningar som studien vill besvara.

2.1 Val av undersökningsobjekt

Det finns i dagsläget ett stort utbud av fonder med etisk inriktning. För att göra studien möjlig har en avgränsning gjorts till att endast undersöka fonder med övervägande del svenska innehav. Detta ansågs relevant då studien, genom denna avgränsning, kunde återkopplas till den svenska debatten. Vid urvalet av fondförvaltare har utgångspunkten varit från dels fondförvaltarnas utbud av etiska fonder samt hur präglad de är av etiska värderingar. För att kontrastera olika etiska angreppssätt kan bankernas utbud av enstaka etiska fonder jämföras med exempelvis KPA som enbart tillhandahåller etiska produkter.

Utifrån ovanstående resonemang kommer studien därför att studera KPA Pension, Banco Fondbolag och Öhman Fondbolag för att se vilka etiska placeringslinjer dessa har både allmänt och specifikt i sina olika etiska fonder. För att ytterligare nyansera hur de etiska fondbolagen är har dessutom SEB och Swedbank inkluderats i undersökningen. I studien kommer utvalda fonder att jämföras vad det gäller etisk placeringsfilosofi och aktieinnehav. De valda fonderna är:

- Banco Etisk Sverige
- KPA Etisk Aktiefond
- SEB Etisk Sverigefond- Lux utd
- Swedbank Robur Ethica Miljö
- Öhman Etisk Sverige Index

Under studien har författarna trots flera kontakter med KPA/Folksam inte lyckats få till stånd en intervju. Därför kommer KPA i studien endast att utvärderas efter det material som varit tillgängligt på hemsidan. Det innebär att en fördjupad diskussion och nyansering av KPA:s syn saknas. Detta är beklagligt men hänsyn till detta faktum tas i analysen av materialet.

2.2 Metodval

Vid forskningsstudier är den kvalitativa samt den kvantitativa metoden de mest användbara metoderna för att bearbeta den insamlade informationen. Den kvalitativa metoden innebär att försöka skapa sig en förståelse och analysera ett unikt problem och på så sätt få en djupare kunskap inom det valda området. Den kvantitativa metoden innebär att undersökaren vill finna bakomliggande orsaker och därigenom försöka ge en förklaring av orsakssambandet mellan studiens objekt och det erhållna resultatet. (Andersen, 1998)

Studien har ett kvalitativt angreppssätt vid av undersökning etikfondernas etiska profilering och aktieinnehav. Den kvalitativa undersökningen bestod av ett frågeformulär som skickats ut till fondbolagen och låg till grund för vidare telefonintervju, där respondenterna kunde klargöra sitt etiska synsätt och vissa kontroversiella bolagsinnehav. Genom det valda tillvägagångssättet skapades därefter intervjufrågorna utifrån författarnas egna preferenser och i och med det blev materialet enklare att presentera. I studiens inledande fas ansåg författarna att det var av vikt att se till tidigare forskning inom området för att på så sätt vara väl insatta i ämnet inför intervjuerna. För att uppnå studiens syfte var det viktigt att komma i kontakt med representanter hos fondbolagen som ansågs besitta rätt kompetens inom det valda området. Företagens

respondenter som intervjuades hade befattningar såsom fondchef, placeringsrådgivare och SRI-analytiker.

2.3 Tillvägagångssätt vid intervjuer

Enligt Darmer & Freytag (1995) finns det två olika typer av intervjuer, dels den förklarande och dels djupintervjuer. Den förklarande intervjun ska ge intervjuaren kunskap som denne tidigare endast hade en vag kunskap om innan. Vidare skall en djupintervju istället utveckla intervjuaren inom det valda området där endast en grundläggande kunskap tidigare fanns.

Den bakomliggande tanken med intervjuerna var att dessa skulle ge författarna en djupare insikt och förståelse inom ämnet. I ett inledande skede av studien genomfördes ett orienteringssamtal med Yassin Elgadmioui på PPM vilket gav författarna en övergripande bild inom miljö- och etikfonder. Under intervjutillfället talade Elgadmioui om PPM:s syn på etiska fonder. Följande intervjuer med fondbolagen var djupintervjuer och där utgångspunkten var från en standardiserad frågemall. Varje fondbolag fick svara på samma frågor enligt intervjumallen nedan. Detta tillvägagångssätt användes för att skapa en bättre överblick vid analys av svaren.

Intervjuerna med fondförvaltarna genomfördes via telefon och e-post. Kompletteringar gjordes i de fall då svaren ansågs vara oklara. Den bakomliggande orsaken till att just dessa två metoder användes i studien förklaras av den geografiska faktorn. I studiens urval återfanns samtliga representanter hos fondbolagen i Stockholm.

Förberedelserna inför intervjuerna började med att författarna sökte en djupare förståelse för ämnet, bland annat genom olika vetenskapliga etikartiklar och diverse material från de olika fondbolagens hemsidor. Utifrån författarnas nya kunskaper utformades därefter ett frågeformulär med de valda delområden som studien avsåg att besvara. Det fanns det en genomtänkt struktur på frågornas ordningsföljd som bestod utav två delar. Den ena delen berörde frågor kring fondbolagens etiska placeringskriterier och den andra delen berörde efterlevnaden av dessa kriterier. Det finns i dagsläget svenska bolag där det finns kontroverser kring etiska frågor och dessa bolag är vanligt förekommande i fondbolagens etiska portföljer. Därför ställdes frågor till fondbolagen om deras innehav i dessa företag. De aktuella företagen var Ericsson (gruvor i Afrika, vapenindustri), HM (barnarbete på bomullsfälten), Sandvik (Indonesien, Freeport stöd till militärregim och miljöförstöring) och Assa Abloy (arbetsvillkor i Rumänien och Mexiko). Utifrån denna bakgrund framställdes en intervjuguide enligt nedan:

Intervjuguide

Personlig presentation

- Vad är dina övergripande arbetsuppgifter/position på..?
- Hur länge har du arbetat med etiska fonder/ansvarsfulla placeringar?

Etiska/ansvarsfulla placeringsskriterier

- Vilka motiv har Ni för att erbjuda etiska fonder/ansvarsfulla placeringar?
- Vem hos Er har formulerat de placeringsskriterier för Era etiska fonder/ansvarsfulla placeringar?
- Har Ni ett etikråd?
- De placeringsskriterier Ni har valt grundas dessa på någon form av ställningstaganden eller resonemang? I så fall vilka?
- Anser Ni etik/ansvarsfullhet vara ett absolut eller relativt begrepp? Kan det utvecklas över tiden vad som i dagsläget är etiskt/ansvarsfullt?
- Redogör Ni för era kunder de resonemang som ligger till grund för era placeringsskriterier? I så fall på vilket sätt förmedlar Ni denna information till era kunder?

Efterlevnaden av etiska/ansvarsfulla placeringsskriterier

Följande bolag som anklagats i media och andra forum för oetisk/ansvarslös verksamhet ingår i er... fonds innehav per..:

- o HM (barnarbete på bomullsfälten i Uzbekistan i leverantörsskedjan)
- o Ericsson (barnarbete, dåliga arbetsvillkor och miljöförstörrelse i gruvdriften i Afrika i leverantörsskedjan)
- o Sandvik (Levererar utrustning till Freeport i Indonesien som stödjer en militärregim och förstör miljön)
- o Assa Abloy (Dåliga arbetsvillkor i Rumänien och Mexiko)

Anser Ni fortfarande dessa innehav vara etiska/ansvarsfulla eller har innehavet sålts?

- Vilket ansvar tycker Ni att har företagen för sina underleverantörer/som leverantör?
- Redovisar Ni köp och försäljningar av innehav som påverkats av Era placeringsskriterier?
- Har placeringsskriterier i någon av Era etiska fonder någonsin överskridits och vad är Er förklaring om så skett?
- Tycker Ni att det vore lämpligt att inför någon form av etik/ansvarsfullhets redovisning i Era fonders halvårs/årsrapporter?
- Anser Ni att det föreligger en konflikt mellan att välja bolag som ger bra avkastning och bolag som uppträder etiskt/ansvarsfullt?

Etiska fonder/traditionella fonder

- I ägarpolicyen för fondbolagen nämns ofta etiskt och miljömässigt hänsynstagande som ett sätt att skapa värde. På vilket sätt är etikfonderna annorlunda jämfört med traditionella fonder?
- Om ni tror på att etiska fonder avkastar bättre varför har ni inte bara etiska fonder?

Figur 2: *Intervjuguide till fondbolagen*

Källa: *Egen bearbetning*

Vid varje intervjutillfälle deltog alla tre författare och samtliga intervjuer spelades även in, efter överenskommelse med respondenterna. Därmed fanns möjligheten att lyssna på intervjuerna i efterhand varför även eventuella misstolkningar av respondenternas svar kunde reduceras. Vid telefonintervjuerna fanns det möjlighet till följdfrågor, vilket även är möjligt vid den personliga intervjun. En tänkbar nackdel enligt Eriksson och Wiedersheim-Paul (2006) jämfört med om personliga intervjuer genomförts, kan vara att svaren inte alltid blir lika detaljerade vid en telefonintervju. Konsekvensen kan därmed bli att de svar som ges inte är lika uttömmande jämfört med om en personlig intervju hade genomförts. Detta undvek författarna genom att intervjufrågorna skickades ut till respondenterna i förväg och respondenterna fick därmed en möjlighet att förbereda sina svar inför intervjutillfället.

Varje intervju sammanställdes direkt efter intervjutillfället i en löpande text och skickades tillbaka till respondenterna för granskning, komplettering och godkännande av materialets innehåll. Detta arbetssätt anser författarna ha ökat studiens tillförlitlighet då informationen avspeglas på ett mer rättvisande sätt.

Den erhållna information från intervjuerna, vilket utgjorde studiens empiri, analyserades senare utifrån studiens frågeställningar i analysavsnittet med stöd av den teoretiska referensramen. I studiens avslutande kapitel diskuteras författarnas egna reflektioner inom de valda problemområdena som mynnar ut till en slutsats av studiens frågeställningar.

2.4 Datainsamling

Studien är baserad på sekundärdata i form av vetenskapliga artiklar, litteratur och aktuella publikationer samt primärdata där informationskällan utgörs av frågeformulär, mailkorrespondens och telefonintervjuer med fondbolagen.

Studiens referensram bygger på data från *sekundärkällor*, det vill säga data som sedan tidigare är publicerad med ett annat ändamål än det för den aktuella studien. Sekundärdata syftar till att få en bakgrund och förståelse inom det valda problemområdet. Fördelen med sekundärdata är bland annat att den är lättillgänglig medan nackdelen ligger i att försäkra sig om hur hög graden av sanning det är i informationen. (Andersen, 1998)

I studiens inledande fas genomfördes sökningar efter relevant litteratur. Framst användes sökhjälpen *GUNDA* via Göteborgs universitetsbibliotek för att finna användbara böcker och olika databaser för att hitta vetenskapliga artiklar inom ämnet. Databasen *Business Source Premier* var den databas som användes mest frekvent. För att erhålla svenska artiklar nyttjades även databaserna *Affärsdata* och *Mediearkivet*.

2.5 Källkritik

Det föreligger en större risk för bortfall av information vid intervju via telefon jämfört med ett besök. Vid en besöksintervju finns även möjlighet att läsa av respondentens kroppsspråk och reaktionen på vissa frågor, vilket kan minska studiens tillförlitlighet en aning, då intervjuerna inte har samma möjlighet att påverka respondentens tolkning av frågan och ställa följdfrågor. Författarna anser sig ha motverkat denna risk i största mån genom att återkomma med följdfrågor i de fall svaren varit oklara. En annan risk med telefonintervju kan vara att respondenten inte avsatt samma tid till intervjun som personen tvingats göra vid en besöksintervju.

Författarna har överlåtit val av respondenter på respektive bolag åt företagen själva och litat på att företagen själva har kunnat göra den bästa bedömningen beträffande sin representants lämplighet utifrån studiens syfte. För att erhålla mest aktualitet i undersökningen har författarna använt artiklar och studier som är skrivna under senare år.

2.6 Studiens tillförlitlighet

Enligt Andersen (1998) kan tillförlitligheten i en undersökning delas in två delar: reliabilitet och validitet. Reliabiliteten är ett mått på hur tillförlitligt det erhållna resultatet är och om samma resultat uppnås vid flera tillfällen under liknande förutsättningar. Validiteten mäter hur väl en undersökningsfråga mäter det som den avses undersöka.

Det innehåll i dokumenten som erhållits från fondbolagen och som använts i studien klassificeras som pålitliga. Detta eftersom materialet ser likadant ut oberoende av när och av vem materialet analyseras utav. Övrig litteratur som författarna tagit del av hamnar under samma kategori som fondbolagens dokument och dylikt vad gäller tillförlitlighet.

Vid samtliga intervjuer spelades dessa in på band efter överenskommelse med respondenterna. Detta tillvägagångssätt möjliggjorde att författarna kunde lyssna på intervjuerna igen om det var något oklart. Vid en personlig intervju har intervjuaren möjlighet att tyda respondentens tolkning av frågan genom dennes kroppsspråk och kan således upptäcka om respondenten försöker dölja viss information. Detta anser författarna kan ha påverkat studiens validitet i viss mån eftersom intervjuer med fondbolagen gjordes via e-mail och telefon.

Författarna har i studien även tagit hänsyn till eventuella bedömningsmisstag under intervjuerna för att uppnå så hög reliabilitet som möjligt. Detta kan exemplifieras genom att respondenten inte tillkännager sin verkliga åsikt, vilket gör att intervjuarens förståelse för den aktuella frågan minskar. Det är svårt som intervjuare att eliminera denna risk, man bör ha det i åtanke vid analys av materialet från intervjun. En viss subjektivitet kan förekomma vid intervjuerna, exempelvis om respondenterna befinner sig i olika skeden i karriären och därmed kan svaren kring olika händelser variera. Detta påverkar reliabiliteten genom att respondenternas svar kan skilja sig en aning beträffande tidpunkt och vem som intervjuas.

3 TEORETISK REFERENSRAM

Detta kapitel presenterar den referensram som är relevant för studien. Denna skall utgöra en grund och ett verktyg för att kunna besvara studiens frågeställning. Det kommer att presenteras olika teorier, begreppen SRI och CSR samt den etiska granskningsprocessen.

3.1 Normativa och analytiska bolagsstyrningsteorier

3.1.1 Normativa och instrumentella bolagsstyrningsteorier

De bolagsstyrningsteorier som tas upp i den teoretiska referensramen har använts i för uppsatsen aktuella kontexter. Det kan vara hur etiska fondförvaltare väljer aktiebolag till fondportföljen och varför just dessa val görs. Likaså kan det vara hur företagen ska bete sig för att agera etiskt eller alternativt ansvarstagande. I teoriavsnittet visas vilka antaganden de teoretiska modellerna bygger på, vilka perspektiv de belyser och vilka argument de använder för att rättfärdiga sin hegemoni. De delar av teorierna som lyfts fram är de som är aktuella för uppsatsens frågeställning.

3.1.2 Agentteorin (Agency theory)

Agentteorin uppstod ur artiklar av Ross (1973) och Jensen och Meckling (1976). Företaget ses som en kontraktsnexus mellan alla parter som deltar i företagets produktionsprocess. Teorin inriktar sig främst på att analysera förhållandet eller "kontraktet" mellan principalen (ägare) och agenten. Företaget ska drivas i ägarnas intresse även om de litar till andra för själva driften. Antaganden som teorin bygger på är att människor drivs av egoism, är begränsat rationella, målkonflikter mellan parterna existerar, på marknaden råder informationsasymmetri och information som en handelsvara (Eisenhardt, 1989).

Agentproblematik uppstår på grund av att principalen och agenten kan ha olika mål. Principalen kan inte avgöra om agenten har agerat korrekt, det vill säga informationsasymmetri föreligger. Det ger upphov till en *moral hazard* situation för agenten. Agenten kan då berika sig på principalens bekostnad. Ett ytterliggare problem som uppstår till följd av informationsasymmetri är *adverse selection*. Agenten kan påstå sig ha en viss kompetens eller egenskaper när den anställs utan att principalen kan kontrollera detta (Eisenhardt, 1989). Agentteorin kan även appliceras på andra typer av förhållanden som arbetsgivare-arbetstagare och advokat-klient.

För att förhindra moral hazard och adverse selection problematik används olika typer av styrnings- och kontrollsystem. Beteende- och utfallskontrakt länkar agentens mål med principalens och informationsinsamling gör det möjligt att utvärdera agentens handlingar eller kompetens (Eisenhardt, 1989).

3.1.3 Friedmans syn

I en berömd artikel i The New York Times Magazine från 1970 (The Social Responsibility of Business is to Increase Its Profits) argumenterar Milton Friedman för vinstmaximering som företagets enda uppgift. Det i kontexten att företaget ägnar sig åt öppen och fri konkurrens, följer lagar och vedertagna affärsregler och inte hänger sig åt bluff och bedrägeri. Argumentationen bakom ståndpunkten bygger Friedman upp på agentteorin. Den går ut på att ägaren har gett agenten, företagsledarna, i uppdrag att sköta driften av företaget. De har valts utifrån sin expertis att sköta driften av företaget. Om företagsledarna spenderar företagets pengar för samhällets bästa spenderar de andras pengar.

Friedmans tre argument för att företagsledarna inte ska spendera pengar på socialt ansvarstagande bygger på företagsledarnas roll i företaget, äganderätten och marknaden som resursallokeringsmekanism. Företagsledarna är inte kapabla att avgöra vad som är bra för samhället och vad som är ekonomiskt effektivt. För det andra är aktieägarna företagets ägare och företagsledarna får sparken om de spenderar företagets pengar på annat sätt än i enlighet med aktieägarnas preferenser. För det tredje är det regeringens uppgift att spendera pengar för samhällets bästa. Att fördela knappa resurser genom en politisk mekanism istället för en marknadsmekanism är ren socialism.

Avslutningsvis anklagar Friedman företagets sociala ansvarstagande för att endast vara ett spel för galleriet. Företagen har inga högre syften när de genomför goda gärningar för samhället än att generera bra goodwill för företaget.

3.1.4 Aktieägarvärdemodellen (Shareholder value)

Aktieägarvärdemodellen uppstod på 1980-talet och är en fortsättning på agentteorin. Innan dess på 1960-70-talen var bolagsstyrningsfilosofin att behålla vinster inom företaget och återinvestera vinsterna. Fokus blev istället nu på att maximera företagets aktievärde (Lazonick & O'Sullivan, 2000). Det uppnås genom att företagsledaren enbart handlar i aktieägarnas bästa vilket innebär att företagets resurser används till att skapa så stor vinst som möjligt (Se t.ex. Friedman, 1998; Jensen, 2001).

Aktieägarvärdemodellen fokuserar på relationen mellan aktieägarna och företagsledare och relationen ses i en strikt hierarkisk struktur. Aktieägarnas bästa skall styra företagsledarnas styrning av företaget och dessa skall fungera som aktieägarnas förlängda arm. Grundstenarna i teorin är äganderättens suveränitet, separation av ägande och drift i företaget och framväxten av professionella företagsledare (Aglietta & Reberieux, 2005: 33-47).

Argumentationen för aktieägarnas makt och vinstsuveränitet över företaget bygger på vinst- och riskargumentet. Ägarna är de som skjuter till kapital och för det skall de ha ersättning. Likaså är ägarna risktagarna i företaget. Deras investerade pengar är riskkapital och de är sist i kön av fordringsägare att få ersättning av företaget (ibid.).

När alla företag i ekonomin strävar efter att maximera värdet på sitt eget bolag maximeras också samhällets välfärd. De tankar som ligger till grund för slutsatsen består av 200 års forskning inom ekonomi och finans och kan spåras så långt bak som Adam Smith's osynliga hand. Undantaget är när externaliteter som exempelvis monopol och miljöpåverkan existerar. Lösningen ligger i att lagstiftaren eliminerar externaliteterna och inte att företagen skall koncentrera sig på något annat än att maximera vinster (ibid.).

3.1.5 Intressentmodellen (Stakeholder theory)

Intressentmodellen är inte lika väl definierad som ägarmodellen och vad som avses med intressentmodellen kan variera. En generell utgångspunkt av intressentmodellen är att intressenter har en insats i företaget, vare sig dessa relationer är kontraktbaserade, generella eller sociala (Clarke, 2004:10f). Det innebär rent konkret att företaget förutom aktieägarna även ska ta hänsyn till andra grupper och intressenter (se till exempel Freeman, 1998; Werhane och Freeman, 1999).

Clarke (2004:10f) utgår Freemans and Reeds (1990) definition av intressentmodellen. Deras definition grundas på att organisationer är multilaterala avtal mellan företaget och dess intressenter. Här görs en skillnad i interna (anställda, ledningen, ägare) och externa (kunder,

leverantörer, konkurrenter) intressenter. Den institutionella miljön avgör vad som är möjligt och vilka strategiska möjligheter som existerar.

Clarke (2004:193f) tar vidare upp i sin egen artikel i boken upp argumenten mot intressentmodellens syn på företaget. Argumenten har sammanfattats av John Argenti (1997):

1. Aktieägare är en relativt homogen grupp något som de övriga intressenterna inte är.
2. Det är tydligt vad som är aktieägarnas mål men inte tydligt vad de andra intressenterna har som mål.
3. Vinstmotivet är en enkel process men om alla intressenters intressen skall balanseras mot varandra blir processen oerhört komplex.
4. Det krävs att det endast finns ett mål för att företagsledare skall kunna styra verksamheten med tydlighet.
5. Det är svårt att mäta och verifiera andra intressenters värden.

Clarke fortsätter att utvidga diskussionen genom att ta upp företagets syfte med att använda sig av intressentmodellen. Plender (1997) anser att det är vanligt att intressentperspektivet inte används till mer än skapa bra PR för företagen. Kotter and Heskett (2002), som i sin studie har studerat 200 företag i över 20 år, påpekar att överlägsna långsiktiga vinster skapas av starka företagskulturer som tar hänsyn till företagets alla intressenter. De får stöd av Waterman (1994) som anser att företag som har vinst som främsta mål faktiskt är mindre lönsamma i det långa loppet än människocentrerade företag.

3.1.6 Upplyst aktieägarvärdemodell (enlightened shareholder value)

Branco och Rodrigues (2007) sätter CSR i perspektiv genom att utnyttja både det klassiska synsättet (aktieägarvärde), intressentmodellen och upplyst aktieägarvärde. I artikeln tar de upp en av områdets stora auktoriteter M.C. Jensen. Jensen (2001) anser att vad han kallar upplyst aktieägarvärde är identiskt med upplyst intressentteori. Upplyst aktieägarvärde teori menar att ett företag inte kan maximera sitt värde om någon intressent är ignorerad eller felaktigt behandlad. Emellertid görs avvägningen mellan olika intressenter utifrån dess påverkan på den långsiktiga vinsten. Det finns alltså endast ett objektiva företagsmål och det innebär att intressentmodellens problematik upphör.

Hans meningsmotståndare R.E. Freeman får också komma till tals i diskussionen. Freeman, Wicks och Parmar (2004) anser att skillnaden mellan upplyst aktieägarvärde och intressentmodellen är att den senaste bygger på värden när den förra separerar etiska och ekonomiska beslut.

3.1.7 CSR – Corporate Social Responsibility

Branco och Rodrigues (2007) går igenom olika förhållningssätt till CSR och vad begreppet kan innebära. Europeiska unionen fastställer att CSR är ett begrepp som innebär att företagen frivilligt väljer att bidra till ett bättre samhälle och miljö (European Commission, 2001). Begreppet inbegriper svåra frågor som miljöskydd, hantering av humankapital, hälsa och säkerhet på arbetsplatsen, förhållandet till det lokala samhället, förhållandet till leverantörer och konsumenter. I samma artikel tas olika åsikter upp om vad CSR innebär och vad som ryms i begreppet. Buchholz (1991) har identifierat fem faktorer som är utmärkande för CSR:

1. Företag har skyldigheter utöver att skapa vinst genom sin produktion av varor och tjänster.
2. De här skyldigheterna innebär att företagen skall hjälpa till att lösa svåra sociala problem, speciellt det problem de själva orsakat.

3. Företag har skyldigheter till andra utöver aktieägarna.
4. Företagens verksamhet har effekter som går utöver dess marknadstransaktioner.
5. Företag tjänar en bredare uppsättning av mänskliga värden än vad som kan inbegripas i vinstbegreppet.

Företagets roll i samhället placeras ofta inom intressent-aktieägarvärde debatten. Branco och Rodrigues (2007) anser att begreppet CSR ska baseras på ett intressentsynsätt, utifrån både dess normativa och instrumentella aspekter. Analys av forskningen om etik och CSR-frågor visar (exempelvis Garriga and Melé, 2004, Margolis och Walsh, 2003) att ett stort antal av författarna har utgått från intressentteorin.

Enligt Branco och Rodrigues (2007) finns det två olika argument för CSR-konceptet. Ett normativt förhållningssätt som framhåller tanken att göra gott. Det andra är ett instrumentellt synsätt som framhäver vinstintresset utifrån upplyst självintresse. Vilket av dessa förhållningssätt som är avgörande för CSR:s utbredning är det svårt att avgöra. Branco och Rodrigues (2006) anser att CSR analyseras allt mer som ett konkurrensverktyg än ett mål i sig (Branco and Rodrigues, 2006).

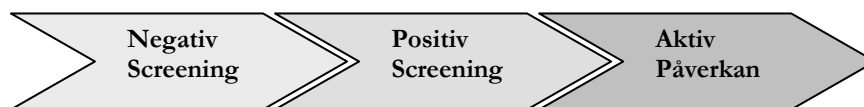
Motståndare till CSR (se exempelvis Friedman eller Jensen) använder sig av samma argument mot CSR som visavi intressentteorin (Branco och Rodrigues, 2007).

3.2 SRI-metoder och utvärdering

I kapitlet presenteras de vanligast förekommande SRI-verktygen, negativ screening, positiv screening och aktiv påverkan och artiklar som utvärderar analysverktygen samt etikfondernas inriktning och arbetssätt.

3.2.1 SRI - Socially Responsible Investments

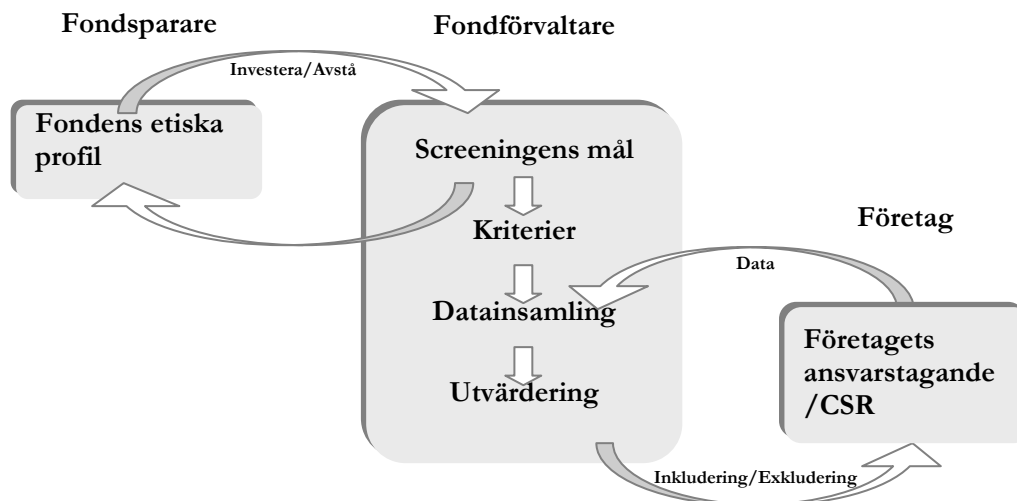
Begreppet *Socially Responsible Investments*, SRI, uttrycks på svenska vanligen som etiska eller ansvarsfulla investeringar. SRI syftar till att den ekonomiska företagsanalysen kompletteras med en analys av hur företagen hanterar sociala och miljömässiga aspekter i sin verksamhet. Det brukar i sammanhanget nämnas olika former av granskning (screening) vars syfte är att utvärdera om företagen som de etiska fonderna investerar i verkligen är etiska. Även andra metoder förekommer emellertid vilket illustreras i figuren nedan och som beskrivs ytterligare i texten nedan.



Figur 3: Olika screeningsmetoder
Källa: Egen bearbetning

Schepers et al (2003) identifierar två sätt i vilka SRI-portföljerna kan analyseras i förhållande till investerarens förväntningar. Det första handlar om i vilken grad de etiska fonderna definierar sin profil utifrån exempelvis investeringspolicys. En väldefinierad och tydlig profil fungerar som en första utgångspunkt för en investerare när det kommer till val av etisk fond. Det kan dels handla om huruvida fonden matchar en potentiell investerarens avkastningskrav och riskbenägenhet men även vilken etisk inriktning fonden valt. Det andra sättet beaktar vilken precision de verktyg och kriterier som ställts upp för investeringen verkligen gör den till en SRI. Det handlar således om i vilken grad fonden verkligen investerar i bolag som kan betraktas som etiska sådana.

Screening är ett mycket övergripande begrepp och vad det de facto innebär varierar från förvaltare till förvaltare. Syftet är emellertid att utvärdera om företagen som de etiska fonderna investerar i verkligen är etiska. I en studie gjord av Reich et al (2001) beskrivs screeningens plats på den finansiella marknaden och hur information och beslutsfattande har sin grund i screeningsprocessen. Fondspararens fokus är huruvida denne skall investera eller ej baserat på huruvida fondens profil överensstämmer med de egna preferenserna. Förvaltarens fokus ligger istället på screeningen i sig. Detta illustreras i figuren nedan som vidare beskriver informationsflödet.



Figur 4: Modifierad figur

Källa: Reich et al (2001), Figur 3.1

Screeningsprocessen kan således anses utgöras av fyra steg där det första består i att definiera en övergripande målsättning för att därefter definiera olika kriterier för att uppnå denna målsättning. Nästa steg är att insamla relevant data som sedan utvärderas varefter ett beslut kan fattas.

Screeningsprocessen fungerar således som en form av filter där fonden kan undvika att placera i en viss verksamhet eller omvänt genom att välja ut en viss verksamhet att investera i. Dessa två olika tillvägagångssätt brukar benämnas som *negativ* och *positiv* screening.

Den enklaste formen av att ta SRI-hänsyn är att tillämpa så kallad negativ screening. Metoden syftar till att utelämna investeringar i företag som bedriver verksamheter som bolaget inte vill förknippas med. Att arbeta med negativ screening innebär att företag med viss verksamhet selekteras bort från det urval av företag som kan tänkas ingå i portföljen.

Schepers et al (2003) identifierar två olika kännetecken för denna typ av screening. Det ena utgår mer från en religiös synvinkel då exkludering sker av sådana bolag som anses tillhandahålla sådana produkter som betraktas som syndfulla. Den andra betraktningssvinkeln utgår istället från ett samhällsperspektiv där inkludering förekommer av sådana bolag som betraktas som harmlösa. Exempel på branscher som skulle exkluderas utifrån det första perspektivet är exempelvis tobaks-, alkohol-, pornografi- och spelindustrin. Utifrån ett samhällsperspektiv kan det istället handla om att utesluta områden såsom kärnkraft, militär och vapenindustri.

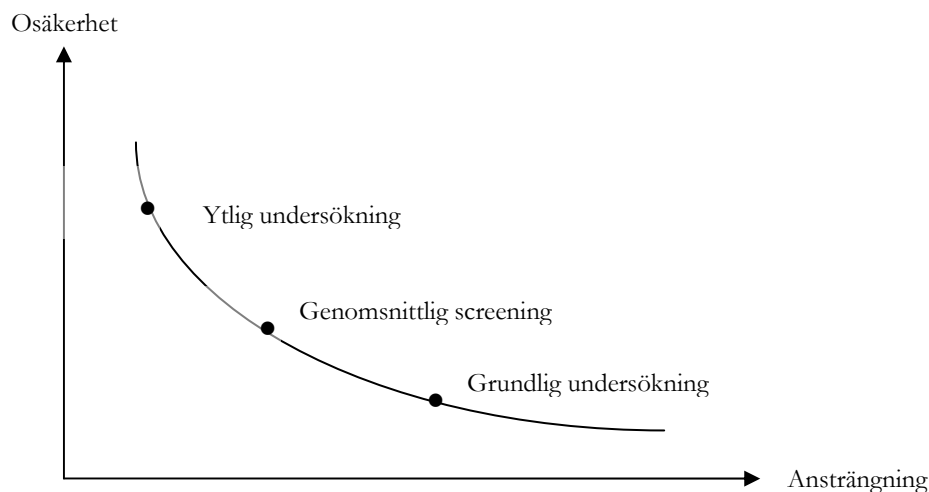
Schepers et al (2003) påpekar att de kriterier som definierar den uteslutande screeningsmetoden är vag när det kommer till att förklara den logiska grund som ligger bakom metoden. Författarna

påpekar exempelvis att metoden är alltför förenklad då det skulle vara mer riktigt att inrikta sig på de effekter ett bolag har snarare än den bransch ett företag verkar i. Som exempel kan nämnas det vanliga uteslutande av militärindustri i de etiska fonderna. Det bakomliggande syftet kan vara fredsfrämjande åtgärder varför argument kan framföras som påpekar att en nations armé med lika stor sannolikhet kan vara ett instrument för samhällsnyttan som skada. Ett annat exempel kan beröra de bolag som producerar och säljer perfekta harmlösa produkter men som framställs på ett mindre önskvärdt sätt. Det kan exempelvis handla om att de anställda måste arbeta under hälsovådliga och farliga arbetsförhållanden.

Med positiv screening avses ett synsätt som bygger på att de företag som uppfyller en rad uppställda villkor tas in i portföljen. Positiv screening fokuserar ofta på hur företagen arbetar med dessa frågor i sin egen verksamhet. (Reich et al, 2001)

Schepers et al (2003) beskriver den positiva screeningen som en process som genomförs i två steg och där det första steget består i att ta fram mätkriterier utifrån vilka bolaget är utvärderat. Nästa steg är att utvärdera företaget utifrån de kriterier som anses mest relevanta. Oftast äger den del av den positiva screening rum på de bolag som i någon mån blivit utvärderat innan och som kan uppvisa en godtagbar finansiell prestanda. Här finns ett problem eftersom den första filtreringen mycket troligt kan ha exkluderat bolag som är föredömen ur en etisk synvinkel. Det kan exempelvis handla om bolag som sant försvarar ett etiskt förhållningssätt och som därav också är villigt att acceptera en lägre lönsamhet. Ett annat problem berör svårigheten, samt de vidsträckta möjligheterna som finns, att definiera dessa mätkriterier.

Reich et al (2001) påtalar det samband som finns mellan den ansträngning i vilken screening utförs och den osäkerhet som finns å den andra sidan. Denna osäkerhet kan minskas genom att bearbeta och insamla än mer information. Detta kräver emellertid såväl tid och kapital, dock kommer alltid en viss nivå av osäkerhet förekomma. Målet med screeningen är att få nivån av osäkerhet till en acceptabel nivå.



Figur 5: Modifierad figur

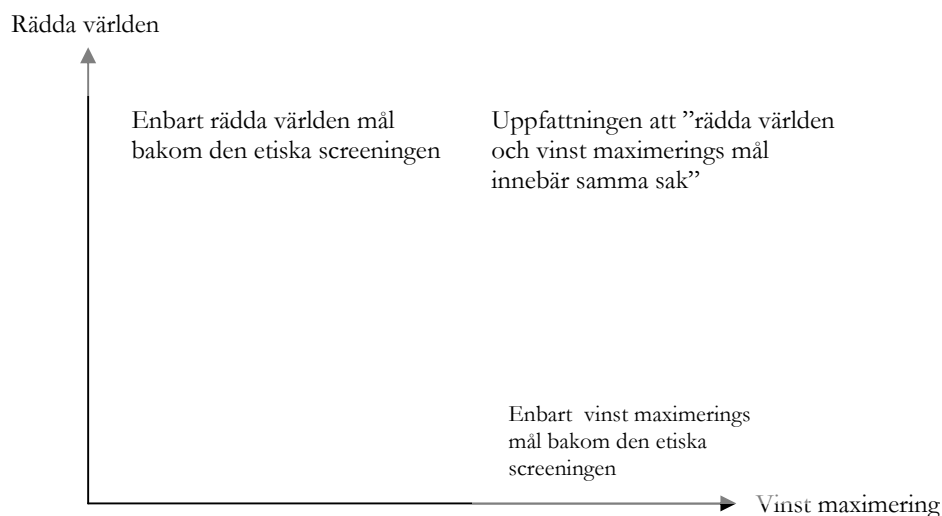
Källa: Reich et al (2001), Figur 9.1

Reich et al (2001) diskuterar kring två olika renodlade teorier i vilken den etiska screeningen har sitt fokus. De målsättningar som nämns är dels "rädda världen" och "vinstmaximering". Utifrån det första synsättet är målsättningen, direkt eller indirekt, att förändra tillvägagångssättet företaget

bedriver sin verksamhet. En metod som diskuteras är de genom negativa kriterier, det vill säga genom att utesluta de företag man betraktar, som dåliga och vad de facto uppnår. Med *rädda världen* synsätt är den bakomliggande tanken att straffa de företag vars verksamhet inte överensstämmer med den etiska profil som fonden har. Reich et al (2001) påtalar emellertid att det finns skäl att tro att denna form av bestraffning är väldigt svag. Detta eftersom marknaden för investeringar är så stor varför en etisk fond har en mycket begränsad möjlighet att påverka ett företags möjlighet att införskaffa kapital på aktiemarknaden. Vad som ytterligare är en faktor är eventuell negativ publicitet som skulle kunna skada varumärket. Ett annat synsätt berör huruvida de utvalda bolagen verkligen är mer etiska.

Skillius (2002) tar upp den inneboende konflikt som finns med investeringar och socialt ansvar. Fondförvaltarens ”ursprungliga” ansvar var att maximera vinsten för andelsägarna och traditionellt anses inte detta kunna göras om förvaltaren är begränsad till att endast sprida riskerna inom vissa branscher etcetera. Som en följd av detta kan således de screenade fonderna stå i strid med förvaltaransvaret då det uppstår vissa gränser för vinstmaximering.

Med ett vinstmaximeringssynsätt beskriver Reich et al (2001) hur detta reflekterar den tro att avkastningen kommer att vara högre för de bolag som handlar mer etiskt. Det kan givetvis argumenteras för att det alltid finns en kommersiell kraft bakom den etiska screening som genomförs i den mening att det finns ett bakomliggande intresse att tjäna pengar från de produkter som säljs, i detta fall de etiska fonderna. Detta synsätt motiveras emellertid genom att fokusera på detta kan man implicit även uppfylla det andra. I figuren nedan illustreras dessa olika renodlade teorier i vilken den etiska screeningen har sin utgångspunkt.



Figur 6: Modifierad figur

Källa: Reich et al (2001), Figur 4.1

En SRI-metod som kommit långt i USA och Storbritannien är aktiv påverkan på företag, så kallade *active shareholder engagement*, och kan betraktas som den mest ambitiösa formen av investeringsetik (Karlsson, 2006). Aktiv påverkan på företag kan utövas i olika former. Hellsten et al (2006) beskriver tre olika sätt i vilken den aktiva påverkan kan ta sitt uttryck.

- Fondbolaget redogör för sin policy och beskriver hur den påverkar fondens beslut att investera i bolaget. En form av indirekt påverkan då företaget medvetandegörs på de krav som ställs.

- Genom en aktiv dialog med företagsledningarna i syfte att påverka företagen i SRI-frågor och kan även bestå i konsultation där fondbolaget erbjuder företaget ett stöd i att utarbeta en hållbar policy.
- Genom aktieägarresolutioner, så kallade *shareholder resolutions*, som innebär ett köp av aktier i ett företag för att skaffa sig röster. Med hjälp av dessa aktier utövar investeraren sin rösträtt genom att rösta i olika SRI-frågor vid bolagsstämmor.

3.3 Etiska synsätt

3.3.1 Vägledande uttalande av etiska nämnden för fondmarknadsföring

Vad som avser begreppet etisk fond är inte uppenbart och en bedömning om vad som kan klassificeras som etiskt är därmed upp till varje förvaltare att bedöma från fall till fall. *Etiska nämnden för fondmarknadsföring*, ENF, gjorde bedömningen att frågan rörande marknadsföring av etiska fonder på Konsumentverkets uppmaning för att försöka klargöra begreppet. Detta utmynnade i ett vägledande uttalande för vad som kan anses vara god branschsed för etiska fonder. ENF är inrättad av Fondbolagens förening och vars syfte är att främja både konsumenter som fondbranschens intresse. För att en fond skall få kalla sig etisk anser nämnden att följande kriterier skall vara uppfyllda hos fondbolaget (ENF:s *Vägledande uttalande*, 2004):

- En väldefinierad urvalsprocess skall finnas och där det klart framgå vilka kriterier som användes vid investeringsbeslutet. Vidare är det upp till varje bolag att sätta upp omsättningsgränser med en övre gräns på tio procent av ett bolags verksamhet får härstamma från en icke acceptabel verksamhet.
- Varje etisk fond skall omfatta allmän information samt vilka specifika kriterier som skall vara uppfyllda. Vidare skall fondens placeringspolicy, etiska inriktning och omsättningsgränser anges.
- Bolaget skall ha ett väl fungerande kontrollsystem som skall säkerställa att de etiska placeringskriterierna upprätthålls. Detta skall redogöras för i anslutning till årsberättelsen och vid eventuella avvikelser från placeringsstrategin skall en åtgärdsplan upprättas.

3.3.2 Distinktionen mellan företagsetik och andra koncept som ansvarsfullhet

Skillnaden mellan företagsetik och andra företagskoncept som exempelvis SRI eller CSR är inte helt klar. Banks (2004) framhåller att företagsetik handlar om hur företagen skall undvika dåligt beteende i jakten på aktieägarvinster eller företagslednings mål, mer än fokusera på om ett företags affärsverksamhets inriktning är dålig eller socialt oansvarigt. Företagsetik handlar snarare om hur företag behandlar sina intressenter. Företagsansvar handlar däremot om socialt accepterade, eller ansvarsfulla, normer som styr företagets verksamhetsinriktning.

Det etiska företaget utgörs av principer som relaterar till integritet, respekt, och rättvis behandling. Det kan vara frågor som produktkvalitet, kundnöjdhet, rättvis behandling av anställda, transparens och så vidare. Det ansvarstagande företaget kan handla likadant men underbygger sin verksamhet på specifika sociala och politiska mål och ”politisk korrekthet” (ibid.).

3.3.3 Val av etiska investeringskriterier

Craig Mackenzie (1998) går igenom hur etiska fonder väljer sina etiska investeringskriterier på den brittiska fondmarknaden. Fonderna använder sig främst av negativa (exkluderande) kriterier, i viss mån positiva kriterier och företagspåverkan. De flesta av etikfonderna väljer sina etiska kriterier utifrån cirka 300 etiska kriterier som tillhandahålls av företaget *Ethical Investment Research Services, EIRIS*. 21 av 30 etiska fonder på den brittiska marknaden använder EIRIS för den etiska screeningen av företag och fondportföljen.

Han urskiljer två olika typer av etiska fonder på marknaden, nämligen de *marknadsstyrda* och de *resonerande* etikfonderna. De marknadsstyrda etikfonderna väljer etiska kriterier hos företaget EIRIS, Ethical Investment Research Services vilket ett ledande etikanalysföretag på brittiska marknaden, utifrån popularitet hos investerarna. De resonerande etikfonderna väljer sina kriterier utifrån etiska resonemang inom olika aspekter av företagande. Dessa företag har oftast etikråd bestående av kompetenta personer inom företagande, etik och miljö. De kan också ha etikanalytiker.

Mackenzie stödjer sig på moralisk filosofi som säger att etiska val ska göras utifrån etiska resonemang och han anser därför att resonerande fonder är överlägsna från ett etiskt perspektiv. Samtidigt försvaras marknadsstyrda fonderna utifrån ett etiskt perspektiv beroende på två faktorer. För det första kan investerarna ha etiska resonemang bakom valet av en etisk fond. För det andra utgörs marknadsstyrda fondernas investeringskriterier av ett antal kriterier från analysföretagen. Analysföretagen har i sin tur kommit fram till sina kriterier utifrån etiska resonemang.

Mackenzie anser vidare att en ökad öppenhet och transparens är önskvärt. Det kan vara att etikfonderna redogör sin position inom olika etiska områden eller frågor och förmedla informationen till andra parter på ett lättillgängligt sätt.

3.3.4 Den etiska granskningsprocessen

Mark Schwartz (2003) skriver i en artikel om vilka kriterier etiska fonder ska uppfylla för att de ska anses vara etiska och hans artikel utmynnar i en etisk kod utifrån vilken etikfonder kan utvärderas etiskt. Den består av följande:

Informationsredovisning

1. Anger explicita kriterier för screening.
2. Redovisar moraliska grunder för kriterierna.
3. Anger vem som genomför etiska granskningen av bolag.
4. Anger hur ofta granskningen genomförs.
5. Anger fonden företagsinnehav (i realtid)
6. Anger prioritet mellan avkastning och etiska kriterier för potentiella konflikter.

Granskningsprocess

7. Undviker procentminimum för etiska kriterier.
8. Redovisar information om indirekta överträdelser av etiska kriterier. Det i form av att företaget agerar som leverantör, kund, företagspartner kreditgivare, aktieägare åt etiskt tvivelaktiga företag.
9. Undviker tvivelaktig fondannonsering.
10. Genomför etisk revision med jämna mellanrum.

Rationaliteten bakom Schwartz etikkod är följande: För det första anser han att etikfonder har etiska skyldigheter bortom traditionella fonder. De viktigaste av dessa skyldigheter är att redovisa



all viktig information och att marknadsföringen är ärlig och ej vilseledande. Schwartz anser att många av etikföretagen inte lever upp till dessa krav.

För det andra anser Schwartz att om etikföretagen var helt ärliga skulle de inte kalla etikföretagen etiska utan kriterier som återspeglar, religiösa, politik eller bestämda åsikter. För att kriterierna ska anses vara etiska måste de stödja sig på moraliska standarder bortom kulturell relativism. Han är tveksam till de negativa kriterierna på spel- och vapenindustrin. Enligt Schwartz mening vilar dessa kriterier inte på någon etisk grund. Vidare anser Schwartz att en etikkod bör upprättas för att se till att etikföretagen verkligen är etiska. Endast när etikföretagen etiskt granskas kan de anses vara etiska.

4 EMPIRI

I detta kapitel presenteras de utvalda fondförvaltarnas etiska investeringsprofil samt de etiska fonder som ingår i studien. Vidare kommer kapitlet vara baserat på de telefonintervjuer som genomförts med representanter från respektive fondförvaltare.

4.1 Banco Fondbolag

Banco fonder AB grundades 1975 och betraktar sig själva som en ledande aktör i Sverige vad gäller ansvarsfulla placeringar. Banco framhåller vidare sin analysmetod och sitt arbetssätt som aktivt skall påverka företagen att ta ett större ansvar. Banco erbjuder idag flertalet olika fonder som uppfyller Bancos etiska och miljömässiga placeringskriterier (www.banco.se:1).

4.1.1 Allmän etisk investeringspolicy

Bancos policy för ansvarsfulla placeringar utgörs dels av sociala och miljömässiga kriterier som bygger på internationella överenskommelser i FN och OECD och som tar fasta på företagens agerande med avseende på mänskliga rättigheter, arbetsvillkor, miljöfrågor och korruption. Dessutom ser Banco till branschkriterier som innebär att fonderna utesluter investeringar i företag som har sin huvudsakliga verksamhet inom vapen-, tobaks-, pornografi-, och alkoholindustrin (www.banco.se:2).

För att kunna avgöra om ett företag tillhör någon av branscherna utgår de från företagets huvudsakliga verksamhet. Med huvudsaklig verksamhet avses att minst 95 procent av företagets omsättning skall härröra från verksamhetsområden som inte avser produktion av tobak, vapen, alkohol eller distribution av pornografi. Företag som producerar pornografi avstår Banco helt från att investera i. I praktiken innebär detta att när Banco bedömer ett företag och dess verksamhet görs först en granskning av den bransch inom vilken företaget har sin huvudsakliga verksamhet, därefter undersöks eventuella sidoverksamheter (www.banco.se:2).

För vissa börsnoterade företag är frågan om branschtillhörighet irrelevant, till exempel för investmentbolag som enligt reglerna ska ha en väl spridd portfölj av andra börsnoterade företag. Här riktar analysen istället in sig på om investmentbolaget har några större innehav i bolag som driver verksamhet inom något av ovanstående områden. Med större innehav förstås 10 procent av investmentbolagets substansvärde eller att investmentbolaget är huvudägare i ett bolag av betydelse för substansvärdet (www.banco.se:2).

Banco har sedan den 13 november 2000 ett samarbetsavtal med ett externt screeningsföretag, Londonbaserade *CoreRatings*, som bistår Banco med djupgranskning av företag. Detta motiverar Banco med att de vill säkerställa att de företag som de investerar i uppfyller deras fonders och kundernas etiska placeringsinriktning (www.banco.se:2).

4.1.2 Banco Etisk Sverige

Banco Etisk Sverige är en bred aktiefond som huvudsakligen placerar i svenska fondpapper och andra svenska finansiella instrument. Fonden har även möjlighet att till en begränsad del placera i utländska fondpapper och andra finansiella instrument. Andelen utländska placeringar får dock högst uppgå till 10 procent av fondens värde. Vid förvaltningen av fonden ställs särskilda krav på sociala och miljömässiga faktorer (www.banco.se:3).

4.1.3 Intervju med representant från Banco

Tora Philp arbetar som placeringsrådgivare på Banco och har gjorts så sedan ett år tillbaka. Dessförinnan arbetade Philp som bankrådgivare. Nedanstående text är även kompletterad med information från Helena Ohlander, SRI-analytiker på Banco, via mailkorrespondens.

Philp likaså som Ohlander framhåller ett huvudmotiv i varför Banco erbjuder etiska fonder, vilket beskrivs som att de vill ligga i framkant vad gäller ansvarsfulla placeringar. Detta inbegriper också indirekt att Banco tar ansvar för sin egen verksamhet och genom att de produkter som erbjuds kan anses utgöra etiska sådana. Från början var det främst samarbetet med olika ideella organisationerna som låg till grund för den etiska profilen Banco idag innehar. Vidare är Banco övertygade om att de företag som aktivt tar ansvar för miljön och mänskliga rättigheter också är mer lönsamma på sikt. Internt resonerar de inte kring etiska avväganden, som mer handlar om ett moraliskt ställningstagande om vad som kan anses vara rätt eller fel, utan mer kring frågor som berör ansvar.

De placeringskriterier Banco idag innehar, beskriver Philp, har framtagits som en del av affärsutvecklingen. Nya kriterier och förändringar skall alltid godkännas av det etikråd som finns hos Banco. Ohlander beskriver vidare hur den etiska profilen förändrats över tiden. När de etiska fonderna startade var dessa främst inriktade på negativa etiska kriterier såsom tobak, vapen och alkohol. Därefter la Banco även till positiva kriterier, *internationella standards*, vilket motiverades främst med att de här ansåg sig kunna påverka företagen och få dem att förbättra sig. Under hösten 2007 har Banco tagit ett ytterligare steg, som symboliserar övergången från etiska fonder till ansvarsfulla fonder, som innebär att de även uppmanar företagen att vara hållbara, inte bara i egen produktion och i relation till leverantörer utan även i affärsutveckling och via företagets produkter.

Något bakomliggande etisk resonemang hos de negativa kriterier som Banco tillämpar finns inte. Philp framhåller emellertid att de negativa kriterierna är mycket liten del av vad Banco idag arbetar med. Istället arbetar Banco främst med positiv screening i form av mänskliga rättigheter och arbetsrätt etcetera. Inköp och försäljningar utifrån etiska avväganden redovisas inte hos Banco. Philp framhåller emellertid att det inte är Bancos uppgift att peka ut bolag som goda eller onda. Målet är att påverka företagen att ta mer ansvar och om något inte är acceptabelt kontakter Banco bolaget för att aktivt påverka företaget. Det kan exempelvis handla om att trycka på för att ta fram en åtgärdsplan för att i nästa skede följa upp för att se hur arbetet fortskrider. Som en sista utväg, det vill säga om bolaget inte klarat att leva upp till de krav som Banco har, säljer de av innehavet. Internt betraktas detta som en form av misslyckande då Banco de facto misslyckats med att påverka bolaget i önskvärd riktning. Att det skulle finnas någon inneboende konflikt mellan å ena sidan god avkastning och risktagande och etiska placeringar kan Ohlander inte identifiera.

Angående frågan om huruvida det skulle vara önskvärt med någon form av etisk redovisning, framhåller Philp att detta är något de arbetar aktivt med hos Banco. Detta för att vara så transparenta som möjligt, såväl gentemot befintliga kunder som nya intressenter.

Kommentar till specifika innehav

Philp vill ej gå in på och diskutera specifika bolag utan vill istället diskutera kring problematiken på ett mer övergripande sätt. De bolag som Banco placerar i granskas en första gång i samband med att de tas med i fonden varefter en kontinuerlig dialog förs med dessa bolag. Det Banco undersöker är hur bolagen beter sig i sin verksamhet och i sina affärsrelationer. Vad som emellertid måste beaktas är att det finns marknader i sig som kan betraktas som problematiska på

olika sätt. Så är exempelvis fallet med råvarumarknaden och de villkor som kännetecknar vissa råvarumarknader. Någon generell gräns för hur långtgående ansvaret för underleverantörer är finns inte hos Banco, bolagen skall aktivt försöka påverka så långt det går. Vid återkoppling till råvarumarknaden, menar Philp, handlar det inte främst om underleverantören utan istället hur den specifika marknadsstrukturen ser ut.

4.2. KPA Pension

KPA Pension erbjuder idag investeraren fyra olika fonder som uppfyller KPA:s etiska och miljömässiga placeringskriterier. KPA pension är unikt så till vida att de är det enda pensionsbolaget som enbart erbjuder investeraren etiska placeringar. KPA framhåller att de arbetar för en hållbar framtid på flera sätt, bland annat genom att de enbart har etiska placeringar och genom deras miljöarbete. Dessutom betonar KPA hur de arbetar med att företagen som de investerar i ska ta ett större ansvar (www.kpa.se:1).

4.2.1. Allmän etisk investeringspolicy

KPA framhåller att samtliga placeringar görs med hänsyn till uppsatta etiska kriterier. Det handlar främst om två olika typer av investeringskriterier som skall följas:

- Påverkande
- Uteslutande

Påverkande kriterier innebär att de företag som KPA investerar i förväntas ta ett stort ansvar i frågor rörande mänskliga rättigheter, miljö och korruption och en konstruktiv dialog upprätthålls för att påverka företagen i rätt riktning. Vad gäller mänskliga rättigheter fokuserar KPA vilka arbetsförhållanden som råder inom företaget. Det ligger stort fokus på hur företaget arbetar med att upprätthålla en policy, uppförandekod eller motsvarande som omfattar de grundläggande mänskliga rättigheter som finns beskrivna i ILO:s konventioner och i FN:s allmänna deklaration gällande mänskliga rättigheter. Dessutom skall företaget utveckla rutiner för uppföljning av policyn och beslutade åtgärder. De uteslutande kriterier KPA tillämpar innebär att de inte investerar i företag vars verksamhet uppfattas som ett hot mot livet på jorden samt vissa varor och tjänster som kan påverka människors hälsa och välmående på ett negativt sätt. De verksamheter de avser är inriktat på vapen, tobak, alkohol, olja, uran samt kommersiell spelverksamhet (www.kpa.se:2).

KPA har upprättat en stab, *Corporate Governance*, för att se till att de uppsatta placeringskriterierna efterlevs. Denna stab består av analytiker som är specialiserade på ägarstyrning och miljö- och etikanalys. De uteslutande kriterier KPA innehar berör de bolag som har ”*någon andel av omsättningen*” och med detta avses mer än 10 miljoner eller 1 procent av rapporterad årsomsättning. Vid investering i etiska bolag görs en granskning av de externa analysföretagen som *GES Investment Services* och *Dow Jones hållbarhetsindex* (www.kpa.se:2).

4.2.2 KPA Etisk Aktiefond

Fonden är en aktivt förvaltat etisk aktiefond som placerar minst 75 procent i aktier noterade i Sverige och övriga världen. Aktieplaceringarna ska i normalfallet väga jämnt mellan Sverige och övriga världen. Investeringarna ska vara spridda på olika länder och branscher för att få en god riskspridning. Fonden följer KPA:s etiska placeringskriterier som omfattar miljö, mänskliga rättigheter och korruption samt avstår från placeringar i alkohol, tobak, spel och vapenproducerande bolag (www.kpa.se:3).

4.2.3 Intervju med representant från KPA

Kommentar: Trots flera kontakter med KPA/Folksam har vi inte lyckats få till stånd en intervju. KPA utvärderas därför endast efter det material som varit tillgängligt på hemsidan. Det innebär att en fördjupad diskussion och nyansering av KPA:s syn saknas. Vi har varit i kontakt med *Corporate Governance* staben som ansvarar för etiska fonder och bolagsanalytikern Emilie Westholm. Efter samtal med Westblom blev vi lovade intervju med Carina Lundberg Markow, chef extern bolagsstyrning på Folksam, men denna intervju verkställdes aldrig på grund av sjukdom. Författarna anser ändå att KPA bör nämnas i sammanhanget då bolaget marknadsför sig som en ledande aktör vad gäller etiska fonder. Det är beklagligt men hänsyn till detta faktum tas i analysen av materialet.

4.3 SEB

SEB beskriver hur sitt fondutbud består av tre olika byggstenar:

- *SEB:s egna fonder* som förvaltas av SEB.
- *SEB Choice* – SEB:s egna fonder som förvaltas externt.
- *Externa fonder* – externa fonder som har lyfts in i SEB:s sortiment.

De egna fonderna beskrivs som kärnan i SEB:s fondutbud. SEB erbjuder idag fyra olika fonder med etisk placeringsstrategi (www.seb.se:1).

4.3.1 Allmän etisk investeringspolicy

SEB:s samtliga etiska fonder har restriktioner vilka följer rekommendationer som utfärdats av ”*Etiska nämnden för Fondmarknadsföring*”. Restriktionerna innebär att de utesluter företag vars verksamhet bedrivs inom vapen, alkohol, tobak och pornografi och där mer än fem procent av företagets omsättning härrör sig från nämnda områden. Vidare har SEB, som komplement till uteslutning av branscher, en granskning av de bolag som fonden investerar i. Denna granskning utförs av *GES Investment Services* på uppdrag av SEB och där granskningen utmynnar i en uteslutning av de företag som associeras med överträdelse av internationella konventioner och riktlinjer för mänskliga rättigheter, arbete, miljö, korruption och vapen. Uteslutning sker om företaget erkänt överträdelsen eller om ett internationellt/nationellt organ eller myndighet bekräftat kopplingen mellan företaget och överträdelsen. SEB har även givit GES uppdraget att granska fondernas efterlevnad. Kostnaden för denna granskning skall emellertid inte belasta de etiska fonderna (www.seb.se:2).

4.3.2 SEB Etisk Sverigefond- Lux utd

Fonden är en aktiefond som placerar i svenska aktier och aktierelaterade värdepapper i olika branscher. Fonden har etiska restriktioner, som grundar sig på *Global Ethical Standard, GES*, som utgår från internationella normer för mänskliga rättigheter, arbete, miljö, mutor, korruption och vapen. Dessutom utesluts branscherna tobak, alkohol, spel, vapen och pornografi. Granskningen avseende de etiska kriterierna utförs av *GES Investment Services*.

4.3.3 Intervju med representanter från SEB

Tove Bångstad är sedan april i år fondchef på SEB och ansvarar för försäljning, marknadsföring och kommunikation för fonderna i Sverige. Innan dess arbetade Bångstad med Institutional Clients hos SEB, det vill säga med stora stiftelser och institutionella kunder, och dessförinnan hos Hjärt och Lungfonden som finansansvarig. Richard Eriksson är försäljningsansvarig på fondsegmentet mot tredjeparts distribution, det vill säga mot externa förmedlare såsom exempelvis Avanza, Nordnet och Max Matthiessen. Eriksson har renodlat arbetat med etiska fonder i 2 år men det var också i viss mån en del av hans tidigare arbete som kapitalrådgivare.

Det främsta bakomliggande motivet i varför SEB erbjuder etiska fonder är att de upplever det som ett efterfrågetryck från marknaden. SEB upplever detta tryck dels från privata sparare men också från institutionella investerare. Motivet är således att tillgodose denna kundgrupps önskemål om att placera i bolag som betraktas som etiska. Bland privatsparare upplever Eriksson att det många gånger handlar om att dessa personer vill göra en god gärning.

De placeringskriterier SEB idag innehar har framtagits och formulerats av fonrådet hos SEB i samarbete med *GES investment service*. Eriksson beskriver hur GES fungerar som en extern partner som SEB kan rådfråga i olika frågor. Placeringskriterierna kan även utformas utifrån specifika kundönskemål, så är exempelvis fallet med de två fonder SEB erbjuder åt svenska kyrkan. I dessa fonder skall SEB följa de kriterier som svenska kyrkan satt upp och Bångstad framhåller också att det är Svenska kyrkan som är i framkant vad gäller etiska frågor. Bångstad åsyftar då inte främst den negativa screeningen, som bland annat innebär nolltolerans mot områden såsom exempelvis pornografi, utan istället den positiva screeningen. Den svenska kyrkan diskuterar i detta avseende mycket kring frågor om hållbarutveckling. Områden som berörs är exempelvis miljön och mänskliga rättigheter, som bottnar i motivet att man vill kunna lämna över världen till nästa generation. Bångstad beskriver vidare hur en allmän utveckling bland de etiska fonderna är åt det hållet, där de olika aktörerna försöker finna de ”goda” bolagen samt att påverka bolagen att ta mer ansvar. Något etikråd finns inte hos SEB däremot har de ett placeringsråd tillsammans med svenska kyrkan.

Något bakomliggande etisk resonemang hos de kriterier SEB tillämpar finns inte, istället utgår de från vad kunderna efterfrågar. SEB försöker därför hitta gemensam nämnare för de olika synsätt som finns för att därefter skapa en så bred fond som möjligt. Detta för att så många som möjligt ska kunna tänka sig att investera i fonden. Varför fonderna, vid de negativa kriterierna, ofta innehar en fem procent gräns istället för nolltolerans förklarar Bångstad genom att det annars skulle utesluta alltför många bolag. För svenska kyrkan som exempelvis har nolltolerans mot pornografi innebär det också att 16 bolag på stockholmsbörsen utesluts på grund av detta kriterium. I praktiken, menar Bångstad, säljer de av innehåll redan vid tre till fyra procent varför SEB de facto är strängare än vad placeringskriterierna anger. Inköp och försäljningar av bolag, som gjorts utifrån de etiska kriterierna, redovisas emellertid inte i de breda etiska fonder som SEB tillhandahåller. SEB gör dock detta gentemot såväl svenska kyrkan som institutionella investerare. Huruvida någon form av etisk redovisning skulle vara lämplig i de etiska fonderna bedömer de emellertid inte vara fallet i de fall fonden tillämpar mycket negativ screening. Bångstad menar emellertid att någon form av etisk redovisning kan komma att bli allt vanligare i samband med att de använder mer utav positiv screening och mer resonemang kring hållbarutveckling.

Den kontroll av efterlevnad av de etiska kriterierna som SEB innehar är att innehaven i portföljen screenas fyra gånger per år. Detta består i information från GES till fondförvaltaren varefter denne tar ett beslut huruvida innehavet kan behållas. Att det skulle finnas situationer där fondförvaltaren överskridit de etiska kriterierna bedömer Bångstad som mycket sällsynt. Huruvida det skulle finnas någon konflikt mellan att välja de bolag som förväntas ge bra avkastning och de som uppträder etiskt korrekt bedömer Bångstad, om så är fallet, vara ur ett kortsiktigt perspektiv. Vidare skulle denna eventuella konflikt försvinna helt i takt med att branschen utvecklas mot allt mer positiva kriterier.

Kommentar till specifika innehav

Hennes & Mauritz – Hos SEB betraktar de HM som ett av de mest framstående bolagen inom sin bransch. Detta då de arbetar mycket aktivt för att upptäcka om det förekommer exempelvis barnarbete som en del i leverantörskedjan.

4.4 Swedbank Robur

Swedbank Robur erbjuder idag tio olika fonder med etisk och miljömässig placeringsstrategi. På hemsidan betonar bolaget att vad som utgör etik för en person inte per automatik är samma sak för en annan. De betonar vidare att det inte heller finns några helt fastslagna normer eller definitioner om vad som utgör etik varför det också är viktigt att en potentiell sparare läser igenom beskrivningarna av de fonder som erbjuds. Detta för att säkerställa att fondens etiska placeringslinje stämmer överens med det egna synsättet (www.swedbank.se:1).

4.4.1 Etisk investeringspolicy

Med de etiska fonderna vill de erbjuda sina kunder placeringar i företag som på ett trovärdigt sätt visar att de kan hantera sina sociala, etiska och miljömässiga risker. Vidare försöker de bedriva dialog med bolagen i deras utveckling mot ett mer ansvarsfullt och hållbart företagande. Swedbank Robur framhåller fyra punkter som visar på hur aktiva de är i förvaltningen av de etiska fonderna (www.swedbank.se:2).

- Analysarbete i dialog med bolagen, ofta på hög nivå inom företaget.
- Premierar och offentliggör de bolag de anser är förebilder i branschen.
- Fördjupad dialog med de bolag som har vilja och potential till förbättringar.
- Konstruktiv dialog med de bolag som brister på viktiga områden.

På de svenska bolagen utförs interna analyser jämfört med de internationella bolagen då den egna analysen kompletteras av extern analys. Sedan 1996 har Swedbank Robur ett etik- och miljöråd som tillsammans med egna analytiker utvecklar de kriterier som ligger till grund för bolagsanalysen. De externa rådsmedlemmarna skall tillföra kunskap och praktisk erfarenhet avseende miljöfrågor, mänskliga rättigheter och arbetsrätt, samt insikt i etik och grundläggande värdefrågor. Kriterierna utgår från värdegrunder som är internationellt vedertagna och accepterade, såsom exempelvis FN:s deklaration om mänskliga rättigheter och FN:s Global Compact. (www.swedbank.se:2)

4.4.2 Ethica Miljö Sverige

Fonden är en aktiefond med etiska restriktioner som placerar i svenska företag i olika branscher. Dessa företag skall respektera principerna internationella normer om mänskliga rättigheter och miljö. Det handlar exempelvis om att företagen skall verka för goda arbetsvillkor, god arbetsmiljö, fackliga rättigheter samt att inte acceptera diskriminering eller barnarbete. Vidare får bolagen i fonden endast i ringa omfattning tillverka eller sälja krigsmateriel, tobaksprodukter, alkoholhaltiga drycker eller bedriva kommersiell spelverksamhet eller pornografisk verksamhet. Fonden ska vidare helt avstå från investeringar i bolag som tillverkar eller säljer vapen (www.swedbank.se:2).

4.4.3 Intervju med representant från Swedbank

Anna Nilsson har sedan år 1997 arbetat med ansvarfulla placeringar på Swedbank Robur. Mellan åren 1997-1999 arbetade Nilsson som miljöanalytiker för att sedan år 2000 vara ansvarig för miljö- och etikanalys hos Swedbank Robur.

Nilsson framhåller två huvudanledningar i varför Swedbank erbjuder etiska fonder. Det första består i att de upplever det som ett kundkrav, emellertid inte främst bland privata sparare utan istället bland institutionella placerare såsom kommuner, landsting, fackförbund, kyrkliga organisationer etcetera. Inom detta område har de också märkt av en markant volymökning. Den andra anledningen som Nilsson framhåller är att Swedbank är en stor ägare i många svenska

bolag, den näst största efter svenska staten. Den interna ägarpolicyn anger att de bolag de äger aktier i ska vara ansvarsfulla. Detta innebär att de ställer krav på bolagen att hantera sina risker när det kommer till miljö och andra etiska frågor. Nilsson beskriver vidare ett bimotoiv, i varför Swedbank erbjuder etiska fonder, som förklaras genom att den etiska analysen också ger ett mervärde till finansiella analysen. Härigenom får finansanalytikerna en input över de risker och möjligheter som normalt sätt inte ingår i den finansiella analysen.

De placeringskriterier Swedbank idag tillämpar, beskriver Nilsson, är i grunden baserat kundönskemål. Swedbank startade sitt arbete med etikfonder under 1980-talet. Under denna tid var de dominerande kriterierna att känsliga produkter valdes bort samt att bolagen inte fick bedriva handel med Sydafrika. Delvis så speglar de olika placeringskriterierna förändring i kundkrav över tiden. Exempelvis så startade Swedbank en miljöfond under mitten av 1990-talet vilken tog sin form genom en miljöanalys vilket också speglade det kundkrav som var det dominerande för denna tid. Några år in på 2000-talet var det främst frågor kring mänskliga rättigheter och andra sociala frågor som efterfrågades från kunderna, varför de även införde en sådan aspekt i de etiska fonderna. Den utveckling som skett på området innebär att Swedbank idag har ett analyskoncept för samtliga av sina fonder med miljö, etik och sociala aspekter.

Swedbank Robur har sedan år 1996 ett Etik- och miljöråd som formellt sett ansvarar för utvecklingen av de miljörelaterade och etiska kriterierna samt att dessa är korrekta. I praktiken, beskriver Nilsson, är det även så att när analysen genomförs uppmärksammar de om det finns vissa kriterier som bör läggas till eller ta bort men även vid dialog med institutionella kunder. Nilsson framhåller att det är lättare att föra den typen av dialog med just institutionella kunder eftersom de också många gånger har egna personer som arbetar med liknande frågor. För exempelvis KPA och Banco, menar Nilsson, är det svårare att föra en interaktiv dialog då dessa främst har privatpersoner som kunder.

En av de kunder Swedbank har fört en aktiv dialog med är Svenska kyrkan som under året kommit ut med reviderad version av sin ägarpolicy. Swedbank har även ett specifikt etikråd ihop med Svenska kyrkan som behandlar de kriterier för specifikt dessa fonder, det vill säga de fonder man har åt Svenska kyrkan som innehar benämningen *talenten*. De egna fonderna går istället under benämningen *ethica*.

Sedan maj i år förvaltar även Swedbank Folksam/KPA:s fonder, här förs en aktiv dialog om tillämpningen av Folksam/KPA:s kriterier. Det är således Folksam/KPA som anger de riktlinjer vilka Swedbank skall följa, ett *diskretionärt mandat*. Swedbank förvaltar således en form av skraddarsydd portfölj åt Folksam/KPA. Detta innebär således att Swedbank utför/bedömer:

- Etikanalysen för de bolag som ingår i fonden.
- Vilka bolag som bör köpas/säljas av finansiella skäl.
- Handeln av värdepapper i fonden.

Vid de tillfällen Swedbank är osäkra i hur man bör gå till väga i ett specifikt fall, vänder de sig till Folksam/KPA varefter de får ta ett beslut. Huruvida det skulle finnas någon konflikt mellan att välja de bolag som förväntas ge bra avkastning och de som uppträder etiskt korrekt, kan Nilsson inte identifiera. Nilsson framhåller emellertid att de ser det ur ett långsiktigt perspektiv där tron är att det skall löna sig för bolagen att vara ansvarsfulla. Ur ett mer kortsiktigt perspektiv kan det möjligtvis finnas tillfällen då förvaltarna känner av en sådan konflikt då den etiska analysen inneburit att de begränsat dennes möjlighet att sprida sina investeringar.

Kommentar till specifika innehav

Nilsson framhåller att Swedbank Robur har tre egna analytiker som utför analyser på svenska bolag. För de globala fonderna köper Swedbank in externa analyser, *Etbix/Innovest*, som omfattar cirka 1500 av de största börsnoterade bolagen världen. För de svenska fonderna utför således Swedbank arbetet själva. Under året 2006 analyserade Swedbank totalt 85 bolag noterade på den svenska börsen och besökte 23 bolag på plats. Huruvida de olika innehaven skulle vara etiska är ingen terminologi som används inom Swedbank. Det handlar istället om vilka placeringar som betraktas som ansvarsfulla och om de överensstämmer med Swedbanks hållbarhetskriterier.

Ericsson – utifrån en branschanalys, det vill säga över världens telekom & elektronikindustri, betraktar Swedbank Ericsson som ett av de bästa bolagen. Detta baserat på den interna analysen samt de externa etikanalytikernas bedömning. Det som kännetecknar den branschen som Ericsson verkar i är att en stor del av produktionen äger rum i Kina. Ett önskemål, ur ett etiskt perspektiv, är därför att Ericsson bör ha goda system för kontroller av sina leverantörer när det kommer till frågor om mänskliga rättigheter etcetera, en s.k. *code of conduct*. Med goda kontroller åsyftar Swedbank på att de fysiskt närvarar och utför revisioner av sina leverantörer. Detta för att utarbeta förbättringsåtgärder för att sedan också följa upp att dessa följs. Swedbanks bedömning av Ericsson är att de har byggt upp ett kontrollsystem för de största riskländerna och påbörjat regelrätta kontroller. Bolaget ett av dem som kommit längst i branschen. Vad gäller gruvor i Afrika så har inte något börsnoterat bolag kontrollsystem som sträcker sig så långt tillbaka i leverantörskedjan, menar Nilsson, men det vore mycket önskvärt.

Hennes & Mauritz – Swedbank betraktar HM som världsbäst inom leverantörskontroller, något de utvecklat mycket under de senaste 15 åren. De flesta andra bolag inom branschen, bedömer Nilsson, har mycket att arbeta med för att kunna konkurrera med HM rörande denna aspekt. Exempel som Nilsson nämner, som visar på att HM arbetar aktivt med dessa frågor, är att de nyligen utökat antalet heltidsarbetande revisorer från 30 till 40 personer samt gått med i FLA, *Fair Labor Association*, som externt kontrollerar och publicerar sina resultat utanför HM:s kontroll. Även HM kan dock behöva förbättra sig, bland annat genom att kontrollera parter lägre bak i leverantörskedjan.

Sandvik – Nilsson beskriver hur det är mycket problematiskt och svårt för bolagen att ta ansvar för sina kunders agerande, vilket är det som Sandvik huvudsakligen fått kritik för. Nilsson beskriver vidare att de fört en dialog med Sandvik och vilken riskvärdering de har när de går in i olika projekt samt vilken utbildning de har av sin säljkår. Det handlar således främst om en diskussion om olika förbättringsåtgärder men att Swedbank skulle utesluta Sandvik som en följd av kundernas agerande betraktar de idag som tveksamt.

4.5 Öhman Fondbolag

Öhman fonder är en familjeägd investmentbank vars etiska fonder utgör en stor del av dess totala fondutbud. Öhmangruppen verkar inom ett brett område av finansiella tjänster och har en särskild tyngdpunkt på fond- och kapitalförvaltning. Öhman Fonder har såväl institutioner som privatpersoner som kunder och erbjuder totalt sjutton olika fonder. Av dessa fonder klassificeras fem som etiska, en som miljöfond och två stycken som ideella fonder (www.ohmanfonder.se:1).

4.5.1 Etisk investeringspolicy

Många av de nordiska företag Öhman granskar är globala koncerner och där dess verksamheter opererar under skiftande legal struktur. Vid en analys av dessa företag koncentrerar sig Öhmans främst på att bedöma hur väl dessa företag lyckas hantera sociala och miljömässiga risker i sin verksamhet. Genom att väga samman finansiella, sociala och miljömässiga aspekter, samt

företagets benägenhet att åstadkomma positiva förändringar vill de skapa ett helhetsperspektiv av företaget. Öhmans etiska investeringspolicy utgörs dels av kriterier som syftar på hur företagen agerar och uppträder i sin dagliga verksamhet, exempel på detta är:

- Mänskliga rättigheter
- Arbetsvillkor
- Miljöfrågor

Öhmans utgår även från branschkriterier som innebär att de utesluter investeringar i företag som verkar branscher såsom vapen, tobak, alkohol och pornografi. Information om företagen inhämtas från olika källor, dels från företagen och dels från omvärlden. Företagskällorna avser till exempel företagsrapporter, årsredovisningar samt direkta företagskontakter. Bland omvärldskällorna kan nämnas externa rapporter och analyser samt branschstudier (www.ohmanfonder.se:1).

För de etiska indexfonderna använder sig Öhmans av *GES Investment services* som sköter etiska granskningen avseende mänskliga rättigheter, arbete och miljö. Bedömningsunderlaget utgörs av rapporter från FN eller från FN närstående organisationer (www.ohmansfonder.se:2).

Öhmans förvaltare har förbundit sig att i sina placeringsval följa de beslut som fattas av etikanalytikern beträffande företagens lämplighet ur ett etiskt perspektiv. Öhmans framhåller vidare att de även utför löpande kontroller för att säkerställa att de etiska placeringsreglerna efterföljs. Öhmans beskriver även hur en viktig del i det etiska engagemanget består i att aktivt påverka företagen genom dialog, bland annat genom direktkontakter och möten med de berörda företagen. (www.ohmanfonder.se:3) Om Öhman finner att de investerat i ett bolag som inte kan leva upp till de placeringskriterier som satts upp finns en utarbetad handlingsplan för att hantera en sådan situation. Ett första steg består i att utvärdera händelsen noggrant, dess omfattning samt hur företaget agerat för att komma tillrätta med problemet. Efter en ny uppdaterad bedömning fattas sedan beslut om huruvida de skall avyttra eller behålla innehavet. (www.ohmansfonder.se:2)

4.5.2 Öhman Etisk Sverige Index

Etisk Index Sverige är en aktieindexfond med inriktning på Sverige. Fondens jämförelseindex är OMX Stockholm Benchmark Index Capped, vilket innehåller de 80-100 största och mest likvida bolagen på Stockholmsbörsen. Fondens målsättning är att i så stor utsträckning som möjligt följa sitt jämförelseindex, vilket gör att fonden får en utveckling och en risknivå i linje med detta.

De företag som ingår i aktieportföljen får max ha 10 procent av verksamheten inom alkohol, tobak, vapen eller pornografi. Vidare ska dessa företag följa Lagar och internationella konventioner gällande mänskliga rättigheter, arbetsvillkor och miljö. Företagen utesluts om de har medgivit ansvar för kränkning, är dömda i domstol, eller har blivit granskade av officiellt FN-organ eller NGO. (www.ohmanfonder.se:2)

4.5.3 Intervju med representant från Öhmans

Jan Rosenqvist arbetar som fondförvaltare hos Öhmans och särskilt med etikfrågor och kapitalförvaltning. Rosenqvist har totalt tio års erfarenhet av att arbeta med etiska frågor varav fyra år från Öhmans Fondbolag.

Rosenqvist identifierar ett huvudmotiv, i varför Öhmans erbjuder etiska fonder, som består i att de upplever ett efterfrågetryck beträffande etiskt sparande. Rosenqvist beskriver vidare hur intresset ökat markant de senaste åren och där marknaden kännetecknas av svängningar av vad som kan anses utgöra etiska placeringar. Under mitten av 90-talet kännetecknades de etiska

fonderna av ett stort miljöfokus. Därefter skedde ett skifte mot mer renodlade etikfrågor för att idag ha ett fokus och en diskussion kring miljötekniska frågor. Rosenqvist framhåller vidare de skillnader som finns i hur etiska frågor behandlas i olika länder, vilket ytterligare påvisar att vad som är etiskt varierar såväl över tiden som länder emellan.

De etiska placeringskriterier Öhmans idag tillämpar är baserat på dels vad för produkter och tjänster företagen tillhandahåller samt hur de uppträder som arbetsgivare. Rosenqvist beskriver vidare hur de etiska kriterierna har utvecklats över tiden varför det gäller för Öhmans att tolka vad huvuddelen av kunderna efterfrågar. Ett bakomliggande etiskt resonemang varför Öhmans exempelvis valt att ha negativ screening mot alkohol och tobak motiveras med att detta är beroendeframkallande substanser. Här gör således ingen distinktion mellan till vilken kundgrupp som produkten vänder sig till, exempelvis en vintillverkare och en producent som tillverkar alkoholläsk.

Öhmans innehar en ägarpolicy, som gäller för samtliga fonder, som i mångt och mycket överensstämmer med den etiska investeringspolicy. Rosenqvist förklarar emellertid att etikfonderna ändå går längre för att utvärdera vilka bolag som kan anses utgöra etiska placeringar. Rosenqvist menar att det finns anledning att ”gräva djupare” än att enbart läsa vad de olika fondbolagen skriver om sin ägarpolicy. De fonder som marknadsför sig som etiska skall också innehålla någon form av etikarbete och efterlevnad av det. I detta sammanhang tror Rosenqvist att det också kommer att bli allt vanligare med någon form av etikredovisning för att gentemot en placerare mer synliggöra hur fonden arbetar. Trovärdigheten för branschen skulle då också kunna öka väsentligt. Att det finnas en inneboende konflikt mellan å ena sidan god avkastning och etiska placeringar kan identifieras och bedöms som stor. I detta avseende betonar Rosenqvist styrkan hos en eventuell standardiserad etikredovisning där fondförvaltarna mer måste motivera de val som gjorts utifrån etiska aspekter.

Kommentar till specifika innehav

Rosenqvist framhåller att när det gäller samtliga bolag, Hennes & Mauritz, Sandvik och Assa Abloy så måste dessa sättas in i ett internationellt perspektiv. Vad som ytterligare är utmärkande för fonden är att den etiska screeningen köps in externt från *GES investment services*, varför det är GES som kan anses ha de bakomliggande resonemangen varför dessa bolag kan få inkluderas i fonden. HM, menar Rosenqvist, har emellertid utmärkt sig för att arbeta väldigt hårt med kontroller av sina leverantörer/underleverantörer och som också ställer mer långtgående krav än andra bolag i branschen. Vad gäller specifikt Uzbekistan och de problem med barnarbete som landet är förknippat med är detta mer utav ett problem för branschen i stort. Sandviks problematik, beskriver Rosenqvist, är något som tagits upp i OECD:s svenska råd men där de blivit frikända. Vidare betraktas Sandvik vara ett bolag som mycket aktivt arbetar med dessa frågor. Assa Abloy är det bolag av de tre som har mest att arbeta med när det kommer till kontroller av leverantörer och underleverantörer. Bolaget är emellertid godkänt av GES i den svenska indexfonden dock inte i Öhmans nordiska miljöfond.

5 ANALYS & SLUTDISKUSSION

Kapitlet är uppdelat i de tre delar som utgörs etikefondernas etiska arbete. De områden som omfattas är fondbolagens val av etiska kriterier, etikegranskningen samt informationsgivning. Vidare ges författarnas egna reflektioner inom de olika problemområdena i kapitlet slutdiskussion.

5.1 Fondbolagens SRI

Den enklaste formen av att ta SRI-hänsyn är att tillämpa så kallad negativ screening. Samtliga av de fondbolag som ingått i undersökningen innehar såväl negativa som positiva kriterier. I tabellen nedan ses en sammanställning över de negativa kriterier som finns i de fonder som ingått i studien samt tillämpningen av dessa kriterier.

Fonder	Negativa kriterier					Tillämpning
	Alkohol	Tobak	Spelverksamhet	Pornografi	Vapen	
KPA	✓	✓	✓	✗	✓	Om > 10 miljoner eller 1 procent av rapporterad årsomsättning
Banco	✓	✓	✗	✓	✓	Om > 5 procent av rapporterad årsomsättning (undantag: pornografi - avstår helt)
Öhman	✓	✓	✗	✓	✓	Om > 10 procent av rapporterad årsomsättning
Swedbank	✓	✓	✓	✓	✓	Om > 5 procent av rapporterad årsomsättning (undantag: vapenprod. bolag - avstår helt)
SEB	✓	✓	✓	✓	✓	Om > 5 procent av rapporterad årsomsättning

Figur 7: *Negativ screening*
Källa: *Egen bearbetning*

Negativa kriterier gentemot såväl alkohol som tobak och vapenproducerande innehas av samtliga fonder. Swedbank går emellertid längre i sin screening gentemot bolag som tillhandahåller krigsmateriel där de, i denna kategori, avstår helt från att investera i företag som producerar eller säljer vapen. I ENF:s vägledande uttalande anges att det är det upp till varje bolag att sätta upp de omsättningsgränser som skall gälla för icke acceptabel verksamhet. Dock anges att en övre gräns på 10 procent bör gälla. Samtliga fonder som ingått i studien innehar en strängare tillämpning än vad ENF anger förutom undantaget Öhmans som tangerar ENF:s rekommendation. Att det råder stor frihet i vad som kan utmärka en etisk fond belyser tabellen ovan. Dock inte främst i vilka kriterier fonden innehar utan främst i vilken grad dessa kriterier skall tillämpas.

Vid diskussion med representanter från de olika fondbörvaltarna framkom det inget utmärkande som tyder på något bakomliggande resonemang eller ställningstagande beträffande de etiska kriterierna. I stället betraktades de olika områdena som vedertagna för att kunna tillhandahålla etiska fonder. Flertalet artiklar har berört och framfört kritik gentemot att den negativa screeningen är alltför förenklad till sin natur, då det vore mer riktigt att se till de effekter ett bolag har snarare än den bransch de verkar i. I detta avseende gick det vid samtalen med de olika fondbolagen att urskönja hur de betraktar att utvecklingen går mot allt mer positiv screening.

Utifrån respondenternas svar kan utläsas att vad som anses etiskt har sitt ursprung i samhällets syn på etik. Etiska nämnden för fondmarknadsföring säger själva i sitt utlåtande till Konsumentverket/KO att *etik är relativt och subjektivt och dess innebörd förändras över tid. Bedömningen av vad som kan kategoriseras som etisk måste därmed göras av den enskilde från fall till fall. Det är därmed inte*

beller möjligt att ange de kriterier enligt vilka en fond kan ges benämningen etisk. Vidare säger de även det kan diskuteras om begreppet "etisk" på grund av dess relativa betydelse bör användas i marknadsföringen.

Således är diskussionen om etiska fonder delvis felriktad på grund av begreppsfelaktigheten. Som Schwartz (2003) propagerar för bör kanske fonderna vara ärlig och istället välja någon annan benämning som knyter an att valda kriterier inte är etiska kriterier utan kriterier som återspeglar religiösa, politiska eller vissa bestämda åsikter.

Flertalet av fondförvaltarna, och information på fondbolagens hemsidor, beskriver hur fondbolagen börjar alltmer lämna begreppet etisk för att istället tala om ansvarsfullhet och hållbarhet. Bancos etikanalytiker Sasja Beslik säger i tv-intervju på Kanal 8 att de funderat på att ändra benämning på sina fonder från etiska till ansvarsfulla. Likaså talar Banco på sin hemsida om ansvarsfulla placeringar fastän fonderna fortfarande kallas etiska

Det betyder att fondbolagen går ifrån en värdebaserad investeringsmodell till en modell som utgår från politiska och samhällliga förhållningssätt. Fondbolagen har då rätt att bestämma själva vad de anser vara gott företagande eller alternativt följa vedertagna koncept (exempelvis CSR, ansvarsfulla investeringar eller hållbarhet) normer och kriterier. Fokus flyttas då ifrån om koncepten är etiska till om fondbolagens handlande är etiskt. Det kan vara om fonderna följer sina placeringskriterier eller hur väl de granskar företag utifrån sina placeringskriterier. Som Reich et al (2001) påtalar finns det en osäkerhet om företagen uppfyller fondens "etiska" eller ansvarsfulla investeringskriterier. Den osäkerheten minskar ju emellertid ju mer tid och kapital som läggs ner i granskningsprocessen. Det är därmed viktigt att fondbolagen gör ett korrekt granskningsarbete och får ner osäkerheten till en acceptabel nivå. Eller med ENF:s egna ord: *det är särskilt viktigt att fondbolagen lämnar tydlig information om vilken placeringsinriktning som deras olika etiska fonder har och utvecklar strategier för hur denna skall efterlevas.*

Vid intervjuerna framkom det hur samtliga respondenter hade uppfattningen hur den etiska inriktningen också på sikt är mer lönsam. Dock kan det vara problematiskt på kort sikt och en konflikt mellan avkastning och placeringskriterierna kan föreligga. Såväl bland de etiska fonderna, som andra marknader, är det emellertid marknadskrafterna som styr, varför det också är konsumentens perspektiv som kan anses besitta det bakomliggande motivet. Här tordes det dock göras en åtskillnad beroende på vilken etisk fond det rör sig om.

Fondbolagens svar och de begrepp de använder tyder på att de flesta av fondbolagen tror på att intressentteorin och koncept som CSR och SRI skapar värde för företagen. Det finns dock synpunkter på att på kort sikt kan andra bolag vara lönsammare och att det kan potentiellt utgöra ett problem. Utifrån respondenternas resonemang är det svårt att utläsa om de är helt ärliga när de säger att de tror på ovanstående koncept eller om det är ett sätt att sälja fonder på. Distinktion ligger i om fondbolagen har en vad Branco & Rodrigues (2007) benämner normativ eller instrumentell syn på de "etiska" placeringskriterier de använder. Diskussionen handlar då om vilket syfte eller mål fondbolagen har med sin etiska screening. Reich et al (2001) skiljer mellan tre olika målsättningar, nämligen "rädda världen", "rädda världen och vinst maximerings mål innebär samma sak" och "vinst maximering". Skillnaden mellan de här tre målsättningarna finns främst att hitta i synen på den moraliska aspekten av företagande. Lite förenklat kan "rädda världen" perspektivet sägas stå för ett ideologiskt synsätt och "vinst maximering" perspektivet för ett pragmatiskt synsätt, där etiska och ekonomiska beslut hålls åtskilda.

De olika målsättningar som fondbolagen har med sina etiska fonder kan utskiljas i Mackenzies (1998) uppdelning av etiska fonder i vad han refererar till som marknadsstyrda eller resonerande

etikfonder. De resonerande etikfonderna är mer ideologiska och tror mer på de koncept, eller ”etiska investeringskriterier”, som de har valt att följa. När det gäller de marknadsstyrda fonderna erbjuder de sina kunder en produkt och det är sedan upp till kunden att välja en fond som överrensstämmer med sin egen syn.

Så hur etiskt är det att erbjuda etikfonder när syftet endast är skapa vinst åt fondbolaget? Även om fondbolagens etikfonder endast har vinst som mål kan de fortfarande göra gott, såvida de är ärliga och följer sina placeringskriterier. Enligt Mackenzie (1998) är dessa fonder också etiska av två anledningar. Både investeraren och analysföretaget som tar fram etiska kriterierna kan ha gjort någon form av etiskt resonemang eller ställningstagande. En utförligare undersökning och analys skulle nog behövas för att försöka sig på en klassificering av de etiska fonder som finns på den svenska fondmarknaden varvid denna undersökning inte gör någon sådan ansats.

5.2 Granskningsprocessen

Som tidigare beskrivits kan enligt Mackenzie (1998) två typer av etiska fonder urskiljas, de marknadsstyrda och de resonerande etikfonderna. Det som utmärker de resonerande etikfonderna är att dessa har ett etikråd och etikanalytiker som diskuterar för området relevanta frågor. Det är ändå inte endast dessa kriterier som avgör om en fond bör klassificeras som resonerande varvid, som tidigare nämnts, någon klassificering eller jämförelse mellan fonderna sinsemellan ej görs. Det bör ändå påpekas att det faktum att några av fondbolagen har etikråd och egna etikanalytiker kan ses som en fingervisning i frågan. I tabellen nedan åskådliggörs de fondförvaltare som innehar egna analytiker och etikråd samt huruvida de använder sig av ett externt analysföretag.

Etikprocessen			
Fondbolag	Egna analytiker	Etikråd	Externt analysföretag/index
Banco	✓	✓	Core Ratings
KPA	✓	✓	GES, Swedbank, Dow Jones hållbarhetsindex
SEB	✓	✓	GES
Swedbank	✓	✓	Ethix/Innovest
Öhman	✓	✓	GES

Figur 8: Granskningsprocessen

Källa: Egen bearbetning

När det gäller KPA:s etikgranskningsprocess så hänvisar de på sin hemsida till att de har en *Corporate Governance* stab som är specialiserad på ägarstyrning och miljö- och etikanalys. Denna *Corporate Governance* stab, som de syftar på, tillhör emellertid Folksam verksamhet och i samband med intervjun med Anna Nilsson på Swedbank Robur framkom att Swedbank har ett diskretionärt förvaltningsmandat för KPA:s och Folksam fonder. I och med att en intervju med representant från KPA/Folksam inte har kommit till stånd så har det inte varit möjligt med ett klagande i frågan. Studiens uppgifter kring KPA:s etikgranskningsprocess måste därmed beskrivas med ett visst mått av osäkerhet.

Istället för att undersöka om fondbolagen själva genomför etikanalysen/granskningsprocessen är det intressant att bedöma om den etikanalys eller granskningsprocess som fondbolagen eller partners gör är tillräcklig för att på fullgott sätt säkerställa att de bolag som investeras i uppfyller uppställda etiska/ansvarsfulla placeringskriterier. Som Reich et al (2001) påtalar krävs det ett visst djup på undersökningen för att osäkerheten om bolagen uppfyller placeringskriterierna kan minskas till en acceptabel nivå. Det är en stor skillnad mellan en skrivbordsbaserad snabbgenomgång och analyser som omfattar jordanalyser av företagets mark samt djupintervjuer med företagets nyckelpersoner.

De flesta av fondbolagen använder sig av externa partner för etik/miljöanalysen. Är då fondbolagen ansvariga för dessa analyser, och granskningsprocessen som helhet? De är ansvariga till den grad att de har förvissat sig så långt det är möjligt att etikanalysföretaget är seriöst och att analysprocessen håller en godtagbar standard. Studien gör emellertid inget anspråk på att utvärdera om granskningsprocessen är tillräcklig då det skulle krävas åtskilligt arbete för att möjliggöra en sådan utvärdering.

När fondförvaltarna får kommentera företagsinnehav vars aktiviteter i vissa fall kan anses som etisk/ansvarsfullt tveksamma så hänvisar de till branschstrukturen. Det ser ut på ett visst sätt på ex. råvarumarknaderna och i vissa branscher ex. klädindustrin. Det viktig är att påverka företagen i rätt riktning och välja de företag som är föredömen i branschen. Både Rosenqvist på Öhmans, Philp på Banco och Nilsson på Swedbank för denna typ av resonemang. Det är kanske bättre att påverka dessa branscher och strukturer genom en annan typ av forum på bransch- eller statsnivå. De här frågorna kräver alltså snarare politiska lösningar än CSR/SRI lösningar.

De metoder som etik fonderna använder (negativ- och positiv screening och aktiv påverkan) kan vara problematiska i sig och också i SRI-processen som helhet. De positiva kriterierna kan anses vara subjektiva och svåra att operationalisera till konkreta mätkriterier. Aktiv påverkan kan användas i olika grad och att utvärdera till vilken grad och ansträngning fondbolagen använder aktiv påverkan är svårt då inte mycket sådan information lämnas, och den information som lämnas kommer från fondbolagen själva.

Det föreligger också en potentiell konflikt mellan de olika SRI-angreppssätten. De negativa kriterierna används som hygienfaktorer för att säkerställa att bolagen uppfyller en viss etisk/ansvarsfull minimistandard. De positiva kriterierna och aktiv påverkan används för att visa företagen vad som är korrekt agerande i olika frågor. Positiva kriterier rör koncept som "*bäst-i-klassen*" och dylikt. Det är ett helt annat förhållningssätt än de negativa kriterierna som ser allt i "*vitt-eller-svart*" och angreppssätten kan anses motstridiga. Det kan exempelvis vara etiskt att investera i ett oetiskt/oansvarsfullt företag om fondbolaget påverkar sagda företag i rätt riktning. Det viktiga är att hänsyn, till ovanstående problematik, tas i de negativa kriterierna så fondbolagen inte överträder något av sina kriterier. Vidare är det viktigt att fondbolagen lämnar information i frågan och klargör hur de hanterar frågeställningen. Det är tydligt att de etiska/ansvarsfulla fondbolagen här har ett problem. Hur ska exempelvis frågan om de stora energibolagen lösas? Ska dessa uteslutas eller genom aktiv påverkan fås att verka i en etisk/ansvarsfull riktning. Distinktionen som det ser ut i dagsläget är inte helt klar varvid det är svårt att utvärdera och kontrollera etiska/ansvarsfulla fonders arbete.

I svårigheten att utvärdera etiska/ansvarsfulla placeringar kan agentteorin användas som analysverktyg. Om det föreligger svårigheter för placeraren att utvärdera de etiska/ansvarsfulla fonderna kan det tyda på att asymmetrisk information föreligger på marknaden och ger upphov till *moral hazard* och *adverse selection* situationer. Det framkom dock under intervjuerna med

fondbolagen att det är främst institutionella placerare som investerar i etiska/ansvarsfulla fonder. Enligt Nilsson på Swedbank har dessa organisationer ofta kompetenta personer som jobbar med SRI-frågor och för en dialog med fondbolagen. De skulle i så fall mildra förekomsten av informationsasymmetri och moral hazard. För en privatsparare kan det dock innebära stora svårigheter att utvärdera etik/ansvarsfulla fondernas arbete. Det har förekommit förslag på lagstiftning eller reglering för etiska fonder. Någon sådan har i dagsläget inte kommit till stånd men skulle kunna vara ett sätt för att öka trovärdigheten för etiska/ansvarsfulla fonder.

5.3 Slutdiskussion

Studien har på flertalet punkter belyst det faktum att det råder stor frihet i vad som kan utmärka en etisk fond. Vad som medföljer etikbegreppet är också en värdering av vad som kan anses utgöra rätt och fel. Studien har emellertid lyft fram hur branschen allt mer börjar tala om ansvarsfulla placeringar och att detta också inbegriper en förskjutning från negativa kriterier till allt mer positiva kriterier och aktivt ägande. I media har det förekommit mycket skrivelser om etikfonder som brutit mot sina placeringskriterier, vilket främst har handlat om negativa kriterier där det är enklare påvisa huruvida ett bolag uppfyller fondens uppsatta procentgränser. Med nuvarande utveckling tordes det bli allt viktigare med någon form av redovisning för att tydliggöra det arbete som fonden gör. Det är således önskvärt med en ökad transparens för att som fondsparare ha möjlighet att kunna bedöma fonden.

Huruvida de fonder som marknadsför sig som etiska skulle vara mer ansvarsfulla än traditionella fonder ges fog att diskutera. För såväl traditionella som etiska fonder är det främst avkastningen som står i centrum. Skillnaden är att etikfonderna uppfyller vissa minimistandarder som bland annat institutionella placerare kräver. Etik är ett svårdefinierat begrepp och ett försök att utvärdera begreppet inrymmer flertalet subjektiva moment. Utifrån detta bör etikfonderna därför inte utvärderas utifrån sina etiska eller ansvarsfulla placeringskriterier utan istället hur väl de följer dessa. Tre vägledande punkter kan lyftas fram för att bedöma huruvida en etisk fond verkligen är etisk:

- Är öppna och informerar hur de arbetar med olika relevanta frågor.
- Följer sina placeringskriterier.
- Har en noggrann granskningsprocess.

Flertalet artiklar har lyft fram hur de etiska fondernas innehav i praktiken inte skiljer sig åt närmvärt jämfört med traditionella fonder. Detta framförallt bland de fonder som innehar ett svenskt placeringsuniversum. Detta kan givetvis ha sin förklaring i att den svenska börsen domineras av få antal bolag. Ändock om detta är förklaringen torde det inte finnas någon anledning för en investerare att acceptera den högre förvaltningsavgift som de etiska fonderna förknippas med. Innehav i etiska fonder kontra traditionella fonder har emellertid inte varit fokus för den studie vilket förvisso vore intressant att undersöka.

5.3.1 Förslag till vidare forskning

Studien har gett en inblick kring den problematik som föreligger på etikfondsmarknaden och satt denna problematik i relevanta kontexter. I och med att arbetet med uppsatsen endast har fortgått över en tioveckors period kan inte syftet med forskningsansatsen vara att ge någon typ av djupare förklaringar eller ”sanningar” utan snarare en bred översyn och problematisering av området. Om inte skulle arbetets validitet med rätta kunna ifrågasättas.

Det skulle vara av stort intresse att jämföra amerikanska och europeiska etik/ansvarsfulla etikfonder. Koncepten CSR och SRI bygger på intressentteorin vilket motsätter sig aktieägarvärdemodellen som är starkt förknippad med USA:s marknadsbaserade företagande. Möjligen kan förklaringen ligga i upplyst aktieägarvärdemodellen och egenintresset som visar sig i möjligheten att skapa vinster. En utförligare undersökning skulle kunna inbegripa att:

- undersöka hur fonderna, såväl etiska fonder som traditionella fonder, arbetar med ägarstyrning för att få företagen att bete sig ansvarsfullt. Vilka verktyg använder de sig av och hur effektiva är de?
- undersöka förvaltarnas syn på SRI jämfört med analytikens, tror de också på SRI-konceptet?

6 KÄLLFÖRTECKNING

Litteratur

Aglietta, Michel & Rebérioux, Antoine (2005) *Corporate Governance Adrift: a critique of shareholder value*, The Saint-Gobain Centre for Economic Studies Series, Cheltenham: Edward Elgar

Andersen, I.,
Den uppenbara verkligheten – Val av samhällsvetenskaplig metod, Studentlitteratur, Lund, 1998

Banks, Erik.,
Corporate Governance, Financial Responsibility, Controls and Ethics, New York Palgrave Macmillan, 2004

Clarke, T.
Theories of corporate governance the philosophical foundations of corporate governance, 2005

Darmer, P. & Freytag, P. V.,
Företagsekonomisk undersökningsmetodik, Studentlitteratur, Lund, 1995

Donald, H. C, Jr and Stuart, L. Gillian.,
Corporate Governance at the crossroads, 2005

Eriksson, L. T. & Wiedersheim P. F.,
Att utreda, forska och rapportera, Liber ekonomi, Malmö, 2006

Jacobsen, D. I.,
Vad, hur och varför? – Om metodval i företagsekonomi och andra samhällsvetenskapliga ämne, Studentlitteratur, Lund, 2002

Karlsson, K.,
Avlatsindustrin – Etik i fonder och företag, Timbro förlag, 2006

Lindblad, I-B.,
Uppsatsarbete – En kreativ process, Studentlitteratur, Lund, 1998

Trost, J.,
Kvalitativa intervjuer, Studentlitteratur, Lund, 2005

Artiklar

Branco, M.C. & Rodrigues, L.L (2007) "Positioning Stakeholder Theory within the Debate on Corporate Social Responsibility", *EJBO Electronic Journal of Business Ethics and Organizational Studies* vol. 12 No. 1

Clarke, Thomas (2004) "Introduction: Theories of Governance Reconceptualising Corporate Governance Theory after the Enron Experience" i (Ed.) Clarke, Thomas (2004) *Theories of corporate governance: The philosophical foundations of corporate governance*, London & New York: Routledge

Clarke, Thomas (1998) *"The Stakeholder Corporation: A Business Philosophy for the Information Age"*, Long Range Planning i (Ed) Clarke, Thomas (2004) Theories of corporate governance: The philosophical foundations of corporate governance, London & New York: Routledge, 193f

Freeman, R.E., Wicks, A.C.& Parmar, B. (2004) *"Stakeholder Theory and 'The Corporate Objective Revisited'"*, Organizational Science, vol. 15 No. 3, 246-251

Freeman, R.E. (1998) *"A Stakeholder theory of the modern corporation"* i (Ed.) Hartman, Laura Pincus (1998) Perspectives in business ethics, Chicago: McGraw-Hill. 171-181

Friedman, Milton (1970) *"The Social Responsibility of Business is to Increase Its Profits"*, The New York Times Magazine 1970-09-13, Tillgänglig via <http://www.rohan.sdsu.edu/faculty/dunnweb/rprnts.friedman.html>

Hellsten, Sirku & Mallin, Chris (2006) *"Are ethical or socially responsible investments socially responsible?"*, Journal of Business Ethics 66, 393-406

Jensen, M.C. (2001) *"Value maximization, Stakeholder Theory and the Corporate Objective Function"*, Journal of Applied Corporate Finance Vol. 14 No. 3, 8-21

Jensen, M. & Meckling, W. (1976) *"Theory of the firm: Managerial Behaviour, agency costs and ownership structure"*, Journal of Financial Economics nr 3, 305-360

Kathleen M. Eisenhardt, (1989) *"Agency theory: An assessment and Review"*, Academy of Management Review i (Ed.) Clarke, Thomas (2004) Theories of corporate governance the philosophical foundations of corporate governance, London: Routledge, 2004

Lazonick, William & O'Sullivan, Mary (2000) *"Maximizing Shareholder Value: A New Ideology for Corporate Governance"*, Economy and Society i (Ed.) Clarke, Thomas (2004) Theories of corporate governance the philosophical foundations of corporate governance, London: Routledge, 2004

Lindberg, S.,
Etiska fonder lurar kunder, Dagens Nyheter, 2005-08-18

Mackenzie, Craig (1998) *"The Choice of Criteria in Ethical Investment"*, A European review vol. 7 nr 2, 81-86

Reich et al.,
Ethical Investments - Towards a Sound Theory and Screening Methodology, IVL report, 2001

Rognerud. Kainz, K.,
KPA placerar i oljebolag. Fondföretag går emot sin egen uttalade policy att bara investera i utveckling av hållbar energi". Dagens nyheter. 2007-10-01

Ross, S. (1973) *"The economic theory of agency: The principals problem"*, American Economic Review nr 63, 134-139

Schwartz, Mark (2003)
"The 'Ethics' of Ethical Investing", Journal of Business Ethics nr 43, 195-213

Schepers et al.,

Do Socially Responsible Funds Actually Deliver What They Promise? - Bridging the Gap Between the Promise and Performance of Socially Responsible Funds, 2003

Skillius, Å.,

Etiska fonder - Kategorier, metoder och finansiell utveckling, Folksam rapport, 2002

Trane, Anna.,

Miljö- och etiktrenden under luppen, inhämtad på <http://www.svt.se>, 2007-11-28

Werhane, P.H. & Freeman, R.E. (1999) "Business ethics: the state of the art", *International Journal of Management Reviews* vol. 1 nr. 1, 1-16

Etiska nämnden för fondmarknadsföring,

ENF:s Vägledande uttalande – angående marknadsföringen av etiska fonder, angivet den 2004-01-19

Elektroniska källor

<http://www.etiska-fonder.se>

<http://www.ppm.se>

<http://www.avanza.se>

<http://www.swedbank.se>

1. <http://www.swedbank.se/sst/inf/spara-och-placera/0,,171526,00.html> (2007-11-30)
2. http://www.swedbankrobur.se/RT/OrdinaryPage_____542.aspx (Robur Ethica, *Vårt arbete 2006*) (2007-11-30)

<http://www.banco.se>

1. <http://www.banco.se/ombanco.aspx> (2007-12-05)
2. http://www.banco.se/placeramedansvar/~media/Files/bf/bfse/ovrigt/etiska_placerin_gregler%20pdf.ashx (2007-12-05)
3. <http://www.banco.se/fondoversikt/produktblad.aspx?id=22> (2007-12-05)

<http://www.seb.se>

1. <http://www.seb.se/pow/default.asp> (2007-11-30)
2. <http://www.seb.se/pow/default.asp> (2007-11-30)

<http://www.ohmanfonder.se>

1. http://www.ohmanfonder.se/sauf/index.asp?Main=fondbolaget_organisation.asp&Menu=menu_fondbolaget.asp [www.ohmanfonder.se informationsbroschyr](http://www.ohmanfonder.se/informationsbroschyr) (2007-12-02)
2. <http://www.ohmanfonder.se> (2007-12-02)
3. <http://www.ohmanfonder.se> (2007-12-02)

<http://www.kpa.se>

1. http://www.kpa.se/mallar/SidaEjHogerListning_____1374.aspx (2007-11-30)
2. http://www.kpa.se/mallar/Sida_____739.aspx (2007-11-30)
3. <http://www.kpa.se>: KPA Pension - *KPAs fonder Halvårs redogörelse 2007* (2007-11-30)

Intervjuer

Bångstad, Tove och Eriksson, Richard, SEB, 2007-12

Elgadmioui, Yassin PPM, 2007-12

Nilsson, Anna, Swedbank Robur, 2007-12

Philip, Tora, Banco Fondbolag, 2007-12

Rosenqvist, Jan, Öhman Fondbolag, 2007-12