

Hållbarhet och ansvar i kapitalförvaltning

KK-STIFTELSENS UTVÄRDERING AV
SINA EXTERNA FÖRVALTARE MED
FOKUS PÅ HEDGEFONDER

– DECEMBER 2013



” Nu befinner vi oss i ett trendskifte där majoriteten av kapitalägare snart anser att ett integrerat hållbarhetsperspektiv i förvaltningen är det mest professionella. De flesta av KK-stiftelsens kontrakterade kapitalförvaltare efterfrågar också en tydlighet i kundbehovet kring detta. Därför säger vi: Det är denna avancerade tjänst vi förväntar oss att ni levererar – aktiv och långsiktigt hållbar kapitalförvaltning. ”

Anders Ahl, kapitalförvaltningschef KK-stiftelsen
i samarbete med Ulrika Hasselgren, vd Ethix SRI Advisors

Gör skillnad med oss!

KK-stiftelsen grundades 1994 av Sveriges regering med uppdraget att stärka landets konkurrenskraft genom att finansiera forskning och kompetensutveckling på avancerad nivå vid landets nyare lärosäten. Stiftelsen stödjer forskning och kompetensutveckling som genomförs i samarbete mellan akademi och näringsliv. Startkapitalet från staten utgjordes av 3,6 miljarder kronor. Fram till och med december 2013 har 8,4 miljarder betalats ut och cirka 8 miljarder återstår idag. Inget ytterligare kapital har tillförts från staten.

KK-stiftelsen har sedan starten hanterat sin kapitalförvaltning i egen regi med egna förvaltare. Kapitalförvaltningen har som framgång varit mycket framgångsrik. Av tradition har stiftelsen större delen av kapitalet i svenska aktier.

Som forskningsfinansierare är ett av KK-stiftelsens många kännetecken att vilja ligga i framkant, vilket också bör karaktärisera en

modern kapitalförvaltning. För oss innebär det bland annat att integrera hållbarhet och ansvar i investeringsprocessen och att bidra till ökad kunskap och kompetens om hållbarhet på finansmarknaden.

Som ett exempel på att "ligga i framkant" genomför KK-stiftelsen därför som första aktören i stiftelse-Sverige en utvärdering av sina externa kapitalförvaltare, merparten hedgefonder, i syfte att få en förståelse för hur dessa aktörer själva arbetar med hållbarhet och ansvar – i den egna organisationen och i investeringsprocessen.

Syftet med utvärderingen är också att ge KK-stiftelsen en grund att utgå ifrån i den fortsatta dialogen med externa förvaltare. KK-stiftelsen eftersträvar ett konstruktivt samtal med fokus på det framåtblickande arbetet och dynamiken i processen. KK-stiftelsen utmärker sig också som en aktiv och ibland rentav krävande aktör. Detta gäller för såväl forskningsfinansieringen som för

kapitalförvaltningen. Enbart genom att ställa sju raka frågor om hållbarhet till våra 19 förvaltare, tydliggör vi vår förväntan om att de har en genomtänkt strategi kring hållbarhet och ansvar.

Utvärderingen, som utarbetats tillsammans med Ethix SRI Advisors, en av Sveriges tongivande rådgivare i hållbarhetsfrågor för kapitalförvaltning, har genomförts utifrån ett fastställt frågeformulär vilket skickats till respektive förvaltare. Svaren har följts upp med en dialog med varje förvaltare för att fördjupa förståelsen för hur de ser på hållbarhet och ansvar i sin kapitalförvaltning och organisation.

Utvärderingen av våra motparter har varit både lärorik och inspirerande och jag ser fram emot en fortsatt dialog. Jag tror också att vi bidrar till marknadens utveckling genom att både ställa frågor, diskutera och uppmuntra till ett aktivt arbete mot integrerad hållbarhet.

Om vi – hela kedjan från regering, myndigheter, kapitalägare, förvaltare, bolag och allmänhet – tycker att utvecklingen hållbarhet i kapitalförvaltningen ska gå fortare än vad den nu gör måste vi uppmuntra den allmänna debatten, stimulera dialog,

samtal, utbildning och stödja utveckling.

Välkommen att ta del av det övergripande resultatet av vår utvärdering.

*Madelene Sandström,
vd KK-stiftelsen*



Varför i hela friden gör vi detta?

Varför i hela friden gör ni detta?”, utropade en misstänksam mer senior förvaltare när vi presenterade vår utvärdering. ”Hedgefonder och hållbarhet, jo jag tackar, en förvaltares primära uppgift är att generera god avkastning, på samma sätt som ett företags uppdrag är att generera aktieägarvärde, shareholder value!”

Om denna åsikt finns 2013 kan man undra vad som skett sedan Nobelpristagaren i ekonomi, nationalekonomen Milton Friedman destillerade ner hållbarhetsperspektivet till ”företagets sociala ansvar är att öka sin vinst”¹. Vissa investerare går längre och har tidigare sett en direkt intressekonflikt mellan hållbarhet och företagets åtagande gentemot sina aktieägare: ”Jag tror att det är av största vikt att vi sätter stopp för det flummiga etikpratet innan det sätter krokben för företagandet i vårt land. Om man tar rosen efter mer etik på allvar måste vi nämligen stöpa om företagets

Anders Ahl, kapitalförvaltningschef
KK-stiftelsen, och
Ulrika Hasselgren,
verkställande direktör
Ethix SRI Advisors. ►

1. Friedman 1970



roll i samhället, ... vi kommer att slänga grus i marknadsekonomins välståndsmaskineri” menade finansmannen Mats Qviberg².

När man möter forskarnas funderingar kring drivkrafter för kapitalförvaltare så slås man av fokus på egennyttan som den främsta drivkraften för investeringsbeslut samt slutsatsen att kapitalförvaltarna inte vill avvika från det som anses vara förvaltarskapets mest professionella värderingar.

Under 2012 släppte det FN-stödda initiativet PRI ett diskussionsunderlag för hur man kan tillämpa konceptet ansvarsfulla investeringar inom hedgefonder. Tanken är att öka debatten och få såväl investerare som hedgefondförvaltare att diskutera dessa frågor. Än så länge har dock hållbarhetsfrågorna fått ett blygsamt genomslag inom hedgefondsektorn och det är ovisst när så sker.

Även om hållbarhet, etik och mänskliga rättigheter är starka massmediala frågor som återfinns i policydokument, överläts bedömningen om vägval till uttolkare på olika nivåer i organisationer. Att direktinvestera i bolag ställer då höga krav på utvärdering och kontroll. Men hur hanteras frågorna hos externa förvaltare? Frågornas betydelse försvinner ju inte bara för att köp och sälj inte utförs av kapitalägarna personligen.

Under 2013 har vi utvärderat samtliga av KK-stiftelsens externa förvaltare, 19 stycken varav 17 är hedgefonder. Hållbarhet och ansvar i kapitalförvaltning har för oss därmed ett tydligt fokus på hedgefonder. Utvärderingen har bestått av två delar; en skriftlig enkät med sju frågor, och en dialog med varje förvaltare för att bättre förstå hur de resonerar kring och förhåller sig till hållbarhet och ansvar i sin kapitalförvaltning och i sin organisation.

Det är tveklöst så att hållbarhet i kapitalförvaltning likt ett mynt har två sidor. Och där varje sida är mångfacetterad och innehållsrik. Lika uppfriskande som alltid är också påminnelsen om att en enkät aldrig ger svar på hela frågan. Och att ”den konstruktiva dialogen” alltid utmanar förmågan att förstå och tolka vad som sägs eller inte sägs – med, som i detta uppdrag, fokus på det framåtblickande arbetet och dynamiken i processen.

Vi är glada för att alla förvaltare svarade på enkäten och deltog i dialogen! Vi ser utvärderingen som starten på en process och löpande dialog och

2. SvD 9 mars 2006

hoppas att den kan bidra till ökad kunskap och kompetens om hållbarhet på finansmarknaden.

Många förvaltare efterfrågar tydligare instruktioner från kapitalägare samtidigt som kapitalägare förväntar sig att förvaltarna ska vara proaktiva och visa hur de integrerar hållbarhet.

Nu befinner vi oss i ett trendskifte och snart nås en brytpunkt där en majoritet kapitalägare och förvaltare anser att integrerade hållbarhetsperspektiv i förvaltarskapet är det mest professionella handhavandet av kapital. Det är den tjänsten man efterfrågar – aktiv långsiktigt hållbar förvaltning. Om så är fallet bör det rimligen snart anses som oprofessionellt att se sig som en ”konventionell” förvaltare när man inte framhåller sin hållbarhetsprofil.

Därför i hela friden har vi gjort detta.

Anders Ahl, kapitalförvaltningschef KK-stiftelsen

Ulrika Hasselgren, verkställande direktör Ethix SRI Advisors

KK-stiftelsen

STIFTELSEN FÖR KUNSKAPS- och
MP

Sammanfattning

Det är första gången som KK-stiftelsen genomför en utvärdering av sina externa kapitalförvaltare med fokus på hållbarhet och ansvar i kapitalförvaltningen. Utvärderingen har bestått av två delar; en skriftlig enkät med sju frågor, och en uppföljande dialog med varje förvaltare. Det ska sägas att metoden är enkel och bedömningen och analysen är subjektiva. Syftet är att som ett första steg få igång en löpande dialog med förvaltarna med fokus på det framåtblickande arbetet och dynamiken i processen.

Följande 19 förvaltare ingick i utvärderingen (alfabetisk ordning): Alcur, Agentia, Blackrock, BMS, Carve, Catella, DNB, Excalibur, Franklin Templeton, Futuris, Gladiator, Goldman Sachs, Kammarkollegiet, LGT, Nektar, OPM, RAM, SEB och Sentat. Av dessa 19 förvaltare är 17 stycken hedgefonder, både så kallade single-managers och multistrategi-managers, eller fond-i-fonder.

Den skriftliga enkäten bedömdes enligt poängskala 0–3 per fråga.
Maxpoäng: 18.

Den uppföljande dialogen bedömdes enligt poängskala 0–5.
Maxpoäng enkät och dialog: 23

Enkätfråga	Poäng	Bedömning	Maxpoäng
1 Hur ser ni på hållbarhet och ansvar i förhållande till ert uppdrag som kapitalförvaltare?	0	Ingen uttryckt uppfattning	3
	1	Viss uppfattning	
	2	God uppfattning	
	3	Omfattande uppfattning	
2 Hur integrerar ni hållbarhet och ansvar i er investeringsprocess?	0	Ingen uttryckt integrering	3
	1	Outsourcad process, ej integrerad	
	2	Egen process, ej integrerad / Outsourcad process, integrerad	
	3	Egen process, integrerad	
3 Hur hanterar ni risker och möjligheter gällande hållbarhet och ansvar?	0	Ingen uttryckt hantering	3
	1	Viss hantering	
	2	God hantering	
	3	Omfattande hantering	
4 Vilka områden bedömer ni som relevanta att ta hänsyn till ur ett hållbarhetsperspektiv?	0	Inga uttryckta områden	3
	1	Viss uppfattning	
	2	God uppfattning	
	3	Omfattande uppfattning	
5 Vilken kunskap och kompetens har ni gällande hållbarhet och ansvar?	0	Ingen uttryckt kunskap	3
	1	Viss kunskap	
	2	God kunskap	
	3	Omfattande kunskap	
6 Kan ni ge ett konkret investerings-exempel där ni beaktat hållbarhet och ansvar?	0	Inget uttryckt exempel	3
	1	Svagt exempel	
	2	Medel exempel	
	3	Starkt exempel	
7 Har ni en formaliserad utvärderingsprocess för de fonder ni överväger eller har investerat i? (frågan ej relevant för samtliga förvaltare)	0	Ingen uttryckt process	0
	1	Svag process	
	2	Medel process	
	3	Stark process	
Möjlig total poäng (fråga 7 ej medräknad p.g.a att den ej är relevant för samtliga)			18

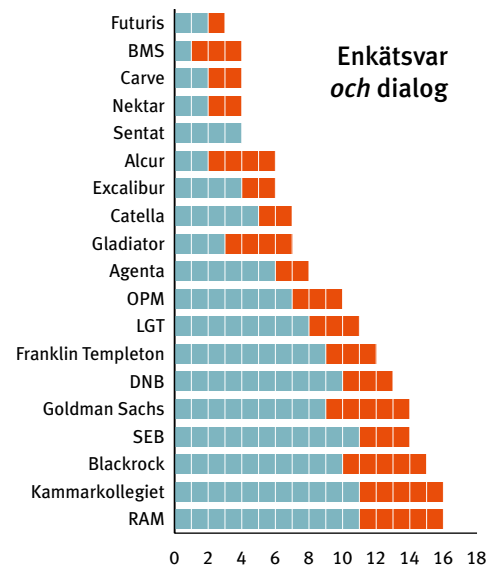
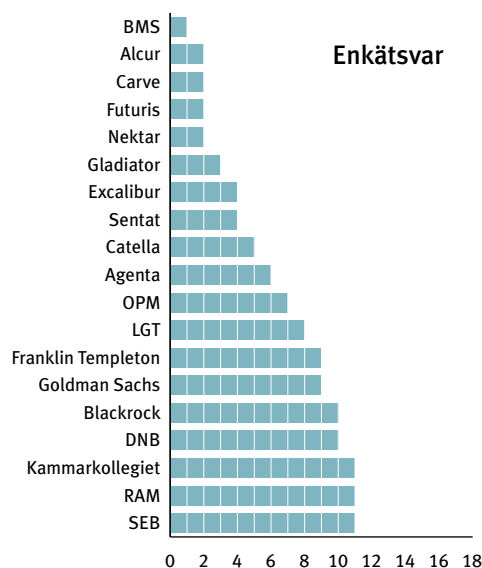
I såväl enkäten som i dialogen möttes vi av öppenhet och generöst uppriktiga svar. I enkäten uttryckte en majoritet av förvaltarna en god grundläggande kunskap och uppfattning om hållbarhet och ansvar inom kapitalförvaltning. Flera förvaltare överraskade positivt. När vi inkluderade dialogen kunde vi dock konstatera att det var delvis stor skillnad mellan svaren i enkäten och innehållet i dialogen. Det gav oss därför anledning att omvärdera några av våra initiala reflektioner och bedömningar.

Värdet av en enkät är alltid begränsat. Enkäten tydliggjorde också utmaningen att tolka "kortfattade och konkreta svar" på öppna frågor om komplexa områden. Dialogen med varje förvaltare var därför en

mycket värdefull del av utvärderingen.

De svenska aktörerna är ofta mindre och har begränsade resurser, men några svarade mycket intressant på både enkät och i dialogen, och visade att mycket går att göra med små resurser. De internationella stora aktörerna å andra sidan har vanligen mycket god beredskap för att svara på frågor och föra dialog och har välformulerade presentationer och dokumentation. Här funderar vi dock på om de har satt stora resurser för att bedriva förvaltning med tydligt definierade förvaltningsprocesser som integrerar hållbarhet och ansvar, eller om de har god beredskap för kommunikation och marknadsföring?

Graferna nedan visar totalpoäng för enkät samt totalpoäng för enkät och dialog.





Hållbarhet och ansvar i kapital- förvaltning

Hållbarhet och ansvar diskuteras alltmer i såväl den allmänna debatten som i näringslivet och finansmarknaden. I Sverige förvaltas mer än 70 % av det institutionella kapitalet med någon form av policy för hållbarhet, etik och ansvarsfulla investeringar. Marknaden har utvecklats kraftigt de senaste tio åren, och Sjunde AP-fonden satte en standard i marknaden då de som först bland AP-fonderna år 2000 utvecklade sin policy för etik- och miljöhänsyn i förvaltningen utifrån internationella normer för miljö och mänskliga rättigheter.

2006 lanserade FNs dåvarande generalsekreterare Kofi Annan initiativet PRI (Principles for Responsible Investment) med tillhörande organisation, efter att han under 2005 samlat några av världens största kapitalägare för att utveckla och enas om principer för ansvarsfulla investeringar. Resultatet blev sex principer där den första principen lyder: "Vi ska *integrera* frågor

” Vi kan inte integrera alla förvaltare i alla delar av hållbarhetsprocessen. Huvudfokus måste kanske ändå vara att skapa meravkastning med ett balanserat risktagande.”

om miljö, socialt ansvar och bolagsstyrning i analys- och beslutsprocesser”.

PRI menar att miljö, socialt ansvar och bolagsstyrning kan ha en inverkan på avkastningen – i varierande grad för bolag, sektorer, regioner, tillgångsslag och över tid – och skall därför beaktas. Vi håller med om denna princip, och så gör också fler än 1200 kapitalägare, förvaltare och rådgivare runt om i världen som – när denna rapport skrivs i december 2013 – har undertecknat och ställt sig bakom PRI.

En utmaning ligger dock i begreppet ”integrerad hållbarhet”. Vad innebär det att integrera frågor om miljö, socialt ansvar och bolagsstyrning i analys- och beslutsprocesser? Är miljö, socialt ansvar och bolagsstyrning definitionen på hållbarhet? Om ja, hur integreras då denna hållbarhet i analys- och investeringsbeslut? Och till vilket värde eller vilken nytta? Och hur det ska tolkas eller tillämpas?

Här påpekar Lars Löwgren, VD för DNB i Sverige att ”vi kan inte integrera alla förvaltare i alla delar av hållbarhetsprocessen. Huvudfokus måste kanske ändå vara att skapa meravkastning med ett balanserat risktagande”.

Frågan är väl hur ett sådant huvudfokus kan leva i symbios med en stark hållbarhetspolicy?

Integrerad hållbarhet?

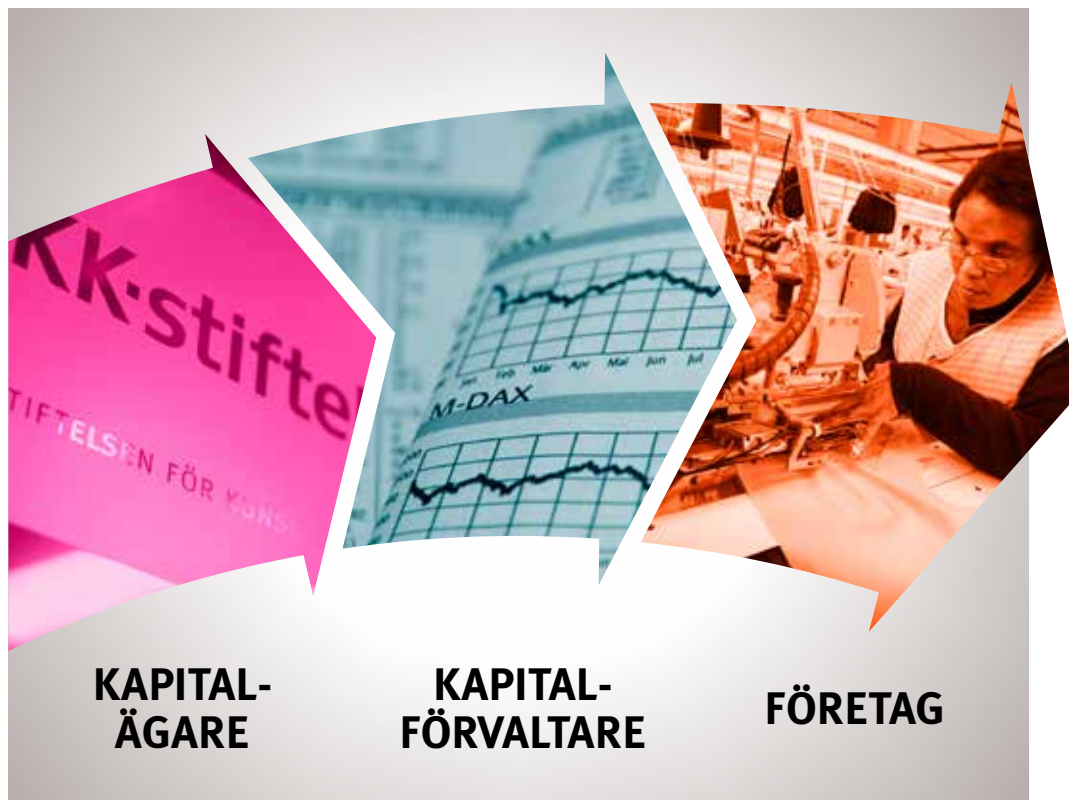
Att utveckla en investeringsfilosofi med ett integrerat hållbarhetsperspektiv sägs vara en löpande process som måste göras i dialog med kunderna. Då kommer vi genast in på kundperspektivet vilket är något som genomgående har kommit fram i vår utvärdering som en drivande faktor för hur förvaltare ser på hållbarhet och ansvar i kapitalförvaltning. Kundperspektivet tar vi upp i nästa kapitel.

Vi håller dock med om behovet av dialog. Vi tror på samverkan mellan kapitalägare och kapitalförvaltare på samma sätt som vi tror på konstruktiv dialog mellan kapitalägare och bolag, och mellan kapitalförvaltare och bolag. För KK-stiftelsen illustreras hållbarhet i praktiken när vi handlar i fonder (se bilden på nästa sida).

Vad gäller utmaningen om "integrerad hållbarhet" så delas den av flera i marknaden, och omfattar allt från värdet och nyttan för kapitalförvaltningen till definitioner, tillämpning och möjligheten att mäta relevanta resultat.

Vi tror inte att det finns *ett* facit eller *en* standard. Däremot tror vi att kapitalägare har en viktig roll att spela för utvecklingen genom att ställa krav på sina förvaltare att de ska ha ett genomtänkt förhållningssätt eller en strategi för hållbarhet och ansvar. Det har också blivit tydligt i vår utvärdering och särskilt framkommit i dialogen med förvaltarna.

”... kapitalägare har en viktig roll att spela för utvecklingen genom att ställa krav på sina förvaltare att de ska ha ett genomtänkt förhållningssätt eller en strategi för hållbarhet och ansvar.”



Förändringen i världen och förskjutningen från länders tydliga ansvar för människor och miljö till transnationella bolags förväntade ansvarstagande gör också att kapitalägare har en möjlighet – och förväntas – att bidra genom att ställa krav, påverka och stödja en hållbar utveckling.

För KK-stiftelsen innebär det att fortsätta dialogen, följa upp och kontinuerligt utvärdera sina motparters arbete med hållbarhet och ansvar på

samma sätt som man följer upp deras avkastning, risknivå, förvaltningsresurser eller grad av regelefterlevnad (compliance).

Emma Sjöström, ekonomie doktor och verksam bland annat som lärare vid Handelshögskolan i Stockholm, har i sin forskning beskrivit hur aktieägare ger legitimitet till hållbarhetsansvariga ute på företagen, exempelvis när stora ägare som AP-fonderna uttrycker konkreta förväntningar på detta område³. Investerare bekräftar eller förstärker på så sätt åsikter som även andra har uttryckt, snarare än att vara ensamma om att försöka påverka. Ett företags påverkan kan därmed sällan eller aldrig härledas till en enskilda aktörs dialog, utan det är flera investerare, kunder eller anställda involverade i detta.

Sjöström beskriver detta i termer av ”normer”, och identifierar på ett intressant sätt en ”norm” som en ”standard för ett lämpligt beteende för aktörer med en bestämd identitet”. Detta begrepp tangerar därmed det vedertagna uttrycket best-practice.

3. Sjöström 2008b

**Kan en
vedertagen
norm för
exempelvis
hedgefond-
förvaltare
växa fram?**

I en välciterad forskningsartikel⁴ från 1998 beskriver två amerikanska statsvetare, Martha Finnemore och Kathryn Sikkink, förenklat normers utvecklingskurva i tre steg;

1. *"Normentreprenörer"* introducerar en ny norm: En ny norm börjar se dagens ljus när ett nytt sätt att se på vad som är rätt och rimligt börjar förespråkas. Normentreprenörerna försöker nu övertyga andra att anamma ett nytt sätt att förhålla sig till något.
2. När den nya normen får fäste och blir mer spridd, men ännu ej etablerad eller självklar, försöker de som är övertygade om den nya normens lämplighet, så kallade *"norm-ambassadörer"* att övertyga flera.
3. Så småningom blir normen av de flesta fullt accepterad, ifrågasätts inte, och blir därmed internaliserad. *"Normbärare"* upprätthåller normen och detta utgör normens normalläge; en best-practice som följs (tills den utmanas och eventuellt överges).

Översatt till vår utvärdering skulle den nya normen inte vara själva investeringsbeslutet eller placeringsmetodiken i sig hos respektive förvaltare, utan en process mot en etablerad best-practice eller norm ("normering") av exempelvis kundernas eller allmänhetens överföring av sina förväntningar på sina kontrakterade förvaltare.

En avslutande reflektion kring detta får bli att den institutionella investeraren – kapitalägaren – egentligen aldrig kan vara övertygad om huruvida kapitalförvaltaren har anammat normen, eller om denne rent krasst gör ett antagande om att "normförändringsarbetet" är kommersiellt motiverat för att sälja fondandelar till samhällsengagerade institutioner. Ekonomiska orsaker bakom ett normentreprenörsskap eller normambassadörsskap snarare än en mer genuin övertygelse om normens förträfflighet, blir därmed den egentliga drivkraften. Men, kan man då fråga sig, spelar det egentligen någon roll, är inte detta ett resultat av integrerad hållbarhet i affärsmodellen eller den enskilda investeringsprocessen?

4. Finnemore and Sikkink, 1998

**Är strategin
att vänta
på kundens
explicita
krav eller
önskemål
den bästa?**

Givet våra slutsatser, som utgår ifrån denna utvärdering, och från vårt konstaterande att alltfler kapitalägare tänker på och kanske oroar sig för hållbarhetsfrågor utifrån konsekvenser för människor och miljö eller sitt eget varumärke och anseende, så följer här några reflektioner: Vi kan som kapitalägare (KK-stiftelsen) och rådgivare till dem (Ethix SRI Advisors) se att när kapitalförvaltare, bl.a. hedgefonder hänvisar till hållbarhet som ”kundstyrt” så avser man ofta att kapitalägarna inte specificerat något annat än ett allmänt krav på hållbarhet och detta tar man då som intäkt för att det inte finns något större intresse för frågan.

Men våra egna gemensamma och iakttagna erfarenheter säger oss att här kan de olika aktörerna gå vilse i varandras försiktighet i att inte föra fram frågan till ett reellt ansvar och investeringsbeslut. Om bristande hållbarhet visar sig i ett investeringsbeslut, är det förvaltarna som kommer tvingas till det ”onödiga” ansvarstagande de ville undvika. Men om man istället väljer en proaktiv hållning som kapitalförvaltare och alltså driver definitioner framför sig, som man kan använda sig av på konkret investeringsbeslutsnivå, kommer kapitalägare i många fall att välja de mest hållbara alternativen. Varför det? Jo, för en större oro för att varken förvaltaren eller ägaren vet vad han eller hon gör, är nog svår att peka ut. Det är den slags osäkerhet som blir allt mindre önskvärd för kapitalägare såväl som kapitalförvaltare.

” ... våra egna gemensamma och iakttagna erfarenheter säger oss att här kan de olika aktörerna gå vilse i varandras försiktighet i att inte föra fram frågan till ett reellt ansvar och investeringsbeslut.”

Nya affärs- möjligheter

För den opportunistiske förvaltaren borde dock den nya, ständigt mer integrerade och globaliserade kapitalmarknaden erbjuda massor med affärsmöjligheter: Att till exempel gå lång – nettoinvestera – i företag som tidigt definierar exempelvis långsiktigt hållbara trender i vissa innovationsinriktade spjutspetsbranscher. Och att gå kort – sälja – de aktier i de innehav i bolag som håller fast i gårdagens teknologi och inte vågar tänka långsiktigt och nytt.



En ny syn på hållbarhet växer fram?

Samtalen med flera av hedgefondsförvaltarna visade på en imponerande förståelse för hållbarhet parat med god insikt om vad som är relevant att beakta, vilka riskerna är i relation till bolags utveckling och lönsamhet, och vad som kan bidra till samhällsutveckling och lösningar på globala utmaningar.

”Vindkraft som på lång sikt behöver subventioner är knappast en hållbar affär, samtidigt kan man fråga sig om det är ekonomiskt försvarbart och hållbart av det finska skogsbolaget Upm Kymmene att tillverka grafiska pappersprodukter och plywood eller andra traditionella skogsprodukter i första hand av de 1,2 miljoner hektar skog man äger, det är snarare värdeförstörande”, funderar Johan Klevby på hedgefonden Alcur.

Den traditionella fondmarknaden för såväl privatpersoner som institutioner har på många sätt utvecklats mot att fånga upp olika hållbarhets-



**” Vindkraft som
på lång sikt
behöver subventioner
är knappast en hållbar
affär.”**

Johan Klevby, hedgefonden Alcur



**” Det borde definitivt
finnas en nisch för
en förvaltningsprodukt
som tar avstamp i om-
ställningen till det låg-
fossila samhället.”**

Josefine Ekros, hållbarhetsanalytiker på DNB



Viktor Andersson, SEB

trender i produktutbudet. Hedgefondsbranschen har hittills dock inte alls hängt på dessa trender. ”Det borde definitivt finnas en nisch för en förvaltningsprodukt som tar avstamp i omställningen till det lågfossila samhället. Den bör även kunna marknadsföras i Norge, vår hemmamarknad, där ju ekonomin till stor del är uppbyggd kring oljeprodukter”, säger Josefine Ekros, hållbarhetsanalytiker på DNB.

”Det skulle vara lättare om vi hade ett tydligt mandat från kunderna kring detta, resonerar Klaus Jäntti på Brummer. ”Vårt intresse kring detta är inte primärt kunddrivet, utan snarare affärsdrivet av några enskilda individer i ledande positioner i banken”, påpekar Viktor Andersson och Hans Hellenborg, SEB.

”Det är en stor frustration att inte hållbarhetsfrågorna är mer spridda bland de kunder vi approcherar, fortsätter Simon Reinius, VD för OPM. ”Det institutionella kapitalet har nog under flera år varit ganska ambivalent kring dessa frågor”, kommenterar Fredrik Tauson, Catella.

I våra samtal med framförallt storbankerna, framkommer en tydlig ambition att möta detta kundbehov, även om det skiljer sig mycket åt mellan olika aktörer och mellan

de olika tillgångsslagen. ”Som ränteförvaltare blir det definitivt svårare att ställa krav på bolagen, du är inte en del av ägarkollektivet, är inte välkommen till bolagsstämman då du ”enbart” lånar ut pengar. Därmed blir möjligheten att påverka bolaget nästan obefintlig. Om du då inte behöver de mer tveksamma bolagen ur vare sig ett diversifieringsperspektiv eller för att generera avkastning, är det bästa att avyttra innehavet istället för att engagera sig”, avslutar Fredrik Tauson på Catella.



Fredrik Tauson, Catella



Hans Hellenborg, SEB



” Det är en stor frustration att inte hållbarhetsfrågorna är mer spridda bland de kunder vi approcherar.”

Simon Reinius, vd för OPM



” Det skulle vara lättare om vi hade ett tydligt mandat från kunderna kring detta.”

Klaus Jäntti, vd Brummer & Partners

**En inte
alltigenom
klädsam
bild ...
hedgefonds-
branschen**

”DET ÄR INTE VIKTIGT OM FÖRETAGET HÄLLER BLY I EN SJÖ SÅ LÄNGE RESULTAT INTE PÅVERKAS OCH JAG KAN KÖPA AKTIEN BILLIGT”, sa en av förvaltarna till oss i den uppföljande dialogen.

Bilden av hedgefonder är vanligen synisk, snabba cash, inga hänsyn, och kortsiktighet. Samtidigt ger lagrum och regelverk större frihetsgrad i förvaltningen. Några få gör filantropiska insatser, men det allmänna intrycket av hedgefonderna är en inte alltigenom klädsam bild vad gäller etik, ansvar och andra värderingsfrågor. Då fokus för vår utvärdering är hedgefonderna vill vi här ge en kort branschöversikt.

Begreppet hedgefond går tillbaka till slutet av 40-talet. Albert Wislow Jones lanserade då en aktieportfölj i USA som utnyttjade korta positioner (”hedging”), för att begränsa marknadsrisken, kombinerat med belåning, för att öka avkastningspotentialen. Hedgefonder har fått sitt namn från denna investeringsstrategi, men i takt med att marknaden utvecklats har begreppet ”hedgefond” fått ett mycket bredare sammanhang och omfattar en mängd skilda strategier exponerade mot olika typer av risker. Av denna anledning är det svårt att entydigt definiera vad en hedgefond är. Överlag har de dock gemensamma nämnare i det faktum att de tillämpar flexibla investeringsstrategier och i normalfallet söker en absolut (positiv) avkastning med begränsad förlustrisk, oavsett utvecklingen på finansmarknaderna i stort. Detta synsätt står i kontrast till traditionella fonder, som har relativa avkastningsmål, där resultatet jämförs mot ett specifikt index. Investeringsstrategierna är huvudsakligen relaterade till aktiemarknaden men idag finns hedgefonder som i princip täcker investeringar inom de flesta tillgångsklasser, exempelvis räntor, råvaror, försäkring och energi.

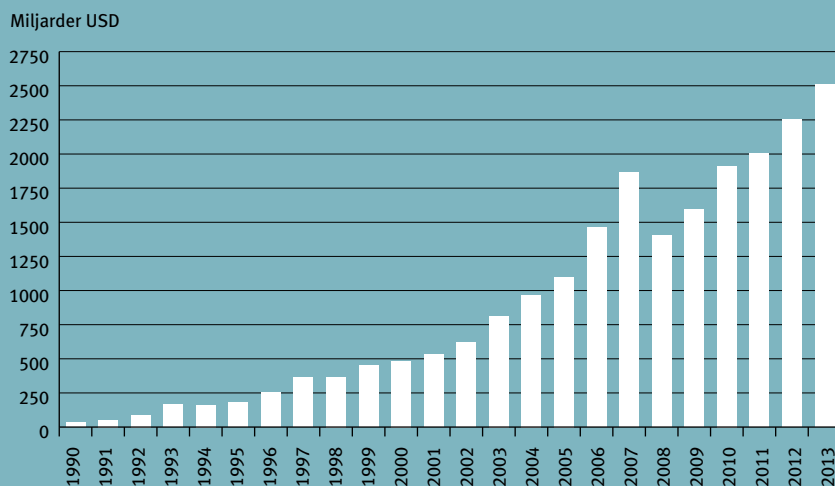
Även om den första hedgefonden anses ha lanserats redan under sent 40-tal, så var det först i början av 2000-talet som hedgefonder fick sitt riktiga genombrott, då dess absolutavkastande karaktär väckte stort intresse i samband med starka resultat under perioden då IT-bubblan sprack. Sedan dess har hedgefondmarknaden växt kraftigt. År 1996 förvaltare hedgefonder 250 miljarder dollar fördelat på cirka 2 000 fonder, idag då det finns drygt 10 000 hedgefonder som tillsammans förvaltar över 2 500 miljarder

” Idag utgör institutionella investerare den största investerarkategorin inom hedgefonder, vilket har fört med sig betydande förändringar för hedgefondmarknadens struktur.”

dollar, se diagram nedan. I jämförelse med andra källor av kapital så är hedgefondmarknaden dock fortsatt liten; traditionella fonder förvaltade globalt drygt 26 000 miljarder dollar år 2012 och Apples börsvärde är idag drygt 470 miljarder dollar. Även i Sverige har hedgefondmarknaden haft stark framfart. År 2002 fanns drygt 20 hedgefonder i Sverige som tillsammans förvaltade knappt 40 miljarder SEK, jämfört med idag då över 100 miljarder SEK förvaltas av cirka 100 hedgefonder, motsvarande närmare 5 % av det totala fondkapitalet i Sverige.

Under det senaste decenniet är det inte bara storleken på hedgefondmarknaden som växt, utan sammansättningen har även utvecklats i takt med att marknaden blivit allt mer institutionaliserad. Under lång tid var det i huvudsak förmögna privatpersoner som investerade i hedgefonder, men under 90-talet började detta ändras då amerikanska pensionsfonder och stiftelser började allokera till hedgefonder. Idag utgör institutionella investerare den största investerarkategorin inom hedgefonder, vilket har

Globalt kapital investerat i hedgefonder, 1990–Q3 2013



fört med sig betydande förändringar för hedgefondmarknadens struktur. Institutionella investerares ökade krav på förvaltarna har lett till hedgefonder med större fokus på operationell infrastruktur, ökad transparens, lägre avgifter och bättre likviditet. Senaste åren har även krav börjat ställas på ansvarsfullt agerande inom etik- och miljöområdet. Det finns dock en del problematik kring definitionen av hedgefonder som gör tillämpningen av hållbarhetsprinciper i generella termer svår. Hedgefonder är inte ett tillgångsslag i sig, utan spänner över en mängd olika strategier som typiskt kan investera i många olika tillgångsslag. Dock finns det områden där alla förvaltare kan göra förbättringar, och då framförallt gällande styrning och transparens.

Vad säger forskningen om hållbara investe- ringar?

Den akademiska forskningen inom hållbara investeringar visar att betydande hinder för hållbara investeringar verkar finnas djupt rotade hos finansmarkandens aktörer. Sustainable Investment Research Platform (SIRP), är ett av MISTRA (Stiftelsen för Miljöstrategisk Forskning) finansierat forskningsprogram. SIRPs forskning syftar till att öka förståelsen kring hur professionella investerare, som t.ex. kapitalförvaltare eller analytiker, kan integrera hållbarhet i sina investeringar. SIRP har studerat hur hållbara investeringar kan skapa värde för institutionella investerare

samt även identifierat beteendemässiga hinder för spridningen av hållbara investeringar. I sin doktorsavhandling vid psykologiska institutionen vid Göteborgs Universitet visar Magnus Jansson⁵ på de psykologiska processer som hindrar investerare från att tillämpa miljö-, etik- och sociala aspekter i sina investeringsbeslut. Forskningen visar nämligen att kapitalförvaltare är påverkade av olika och ibland motstridiga mål när de placerar kapitalägarnas pengar.

Förändrade globala ägandeförhållande och nya krav på ansvar

Idag består tre fjärdedelar av allt ägande på den svenska börsen av institutioner som banker, försäkringsbolag, pensionsfonder och stiftelser. Detta skifte från privat ägande till institutioner är inte unikt för Sverige utan är ett globalt fenomen. När ägandet blir alltmer internationellt, menar forskare, kommer det att krävas en global styrning av institutionella investerarens sätt att uppträda ansvarsfullt, eftersom nationsgränserna alltmer suddas ut och förlorar sin reglerande betydelse. Därför uppstår svårigheter när kapitalägare delegerar sitt samhällsansvar till kapitalförvaltare, som historiskt sett varit instruerade att agera enbart utifrån ett finansiellt mandat. Lösningen, menar vissa, innebär ett breddat förvaltaransvar som utöver det finansiella även inbegriper faktorer som miljö och etik. En del förvaltare arbetar redan på detta vis men det kan ännu uppfattas av vissa förvaltare och analytiker som oprecist och rent utav kontraproduktivt. Det är ur detta sammanhang SIRPs forskning tillför kunskap. Hur kan vi förvänta oss att kapitalförvaltare reagerar när kraven på ett breddat förvaltaransvar ökar?

Rådande normer och konventioner försvårar ett hållbart investeringsbeteende

Som sagts i tidigare avsnitt så uttrycker normer regler för hur individer ska uppträda i olika situationer. Förutom att normer har påverkan på investeringsbeteende så lyfter forskningen även fram konventioner som rutinmässiga beteenden. Konventioner är sprunget ur normer som syftar

5. Jansson, M. (2011). *Psychological Influences on Adoption of Socially Responsible Investment* (Doktorsavhandling, Göteborgs Universitet, Psykologiska Institutionen)

till att berättiga och upprätthålla organisatoriska värderingar. Att efterlikna organisatoriska konventioner och sociala normer speglar enbart en rationell process som uppstår av att individer gärna tar efter andra människors beteende när de söker ett lämpligt beteende för sig själva.

Därutöver leder normativ påverkan till att individer imiterar varandra för att vinna sympati och erkännande. Hos investerare är det därför mycket som talar för att det är social påverkan som gör att förvaltare uppvisar ett institutionellt flockbeteende. Något som kan både försvåra och möjliggöra för hållbara investeringar att få vidare fäste. För samtidigt, om flera institutionella investerare är villiga att omfatta hållbara investeringar, så skulle det sannolikt påverka andra investerares benägenhet att följa efter.

Målkonflikter hindrar förvaltare att investera mer långsiktigt

Inom kapitalförvaltning har hållbara uppförandekoder och policys kommit att bli normaliserade riktlinjer för hur förvaltare ska investera ansvarsfullt och agera inför sina förmånstagare. Andra typer av styrande normer kan till exempel vara prestationsmål som uttrycks i form av riskjusterad avkastning i jämförelse med relevanta fixpunkter (benchmark indexes). Vanligtvis stimuleras normer av sanktioner eller belöningar, som till exempel finansiella incitament och karriärsmissiga befordringar för att motivera individer mot mål som även anses betydande för organisationen. Men, det är när normer framtvingar målkonflikter som det riskerar att bli kontraproduktivt, menar Jansson. Som till exempel när monetära incitament uppmuntrar förvaltare att avvika från formella investeringsregler i form av risknivåer eller etiska riktlinjer. Detta menar forskningen leder till ett kortsiktigt beteende som snarare stimulerar risktagning och snabb avkastning på bekostnad av mer långsiktiga investeringar. På så sätt anser vissa forskare att kortsiktighet utgör ett stort hinder för spridningen av hållbara investeringar men också att det är en underliggande orsak bakom finansiella kriser⁶.

6. Guyatt, D. (2005). *Investment beliefs relating to corporate governance and social responsibility*, (Doktorsavhandling, University of Bath, United Kingdom).

Resultat: psykologiska faktorer påverkar förvaltare och hållbara investeringar

Tidigare forskning har visat att värderingar och mentalitet hos kapitalförvaltare skiljer sig från övriga samhället, på så sätt att förvaltare drivs av grundläggande principer att generera maximal riskjusterad avkastning åt sina huvudmän, kapitalägarna. Forskningen visar att den hållbara inverkan undergrävs eftersom förvaltare och analytiker allt som oftast är utvärderade och belönade efter hur kortsiktiga resultat förhåller sig gentemot ett jämförelseindex. Med andra ord, belöningsmodellerna är illa förebreda på att inkludera de möjligheter ett långsiktigt miljömässigt och socialt hänsynstagande medför i investeringarna.

I en undersökning hos de största svenska institutionella investerarna⁷ svarade medarbetare på frågor om attityden till och benägenheten att öka andelen hållbara investeringar. Resultaten visade, något förvånande, att det inte fanns något positivt samband mellan att flera förvaltare agerade likvärdigt och en benägenhet att öka andelen hållbara investeringar, som tidigare forskning påvisat. Istället fann man bland förvaltare med inriktning på hållbara investeringar ett positivt samband mellan individuellt skattade värden kring välbefinnande, framgång och karriärsambitioner, och satsningar på hållbara investeringar. Ibland investerare utan hållbara investeringar saknades denna koppling. Hur kan man förklara detta mönster? Författarna menar att majoriteten av svenska institutionella investerare i dagsläget inte vägleds av ett hållbarhetsperspektiv. Oro för klimatförändringar och negativa miljökonsekvenser är inget som påverkar sammansättningen av fonder. Istället, menar de, är det egoistiska drivkrafter, marknadstro och långsiktiga finansiella fördelar som leder till att andelen hållbara investeringar ökar.

En annan undersökning⁸, som vänder sig till både investerare med så kallad hållbar profil och investerare utan en hållbar inriktning, visar att

7. Jansson, M och Biel, A. (2011). Investment institutions' Beliefs About and Attitudes toward Socially Responsible Investment (SRI): A comparison Between SRI and Non-SRI Management. *Sustainable Development*.

8. Jansson, M., Biel, A., Andersson, M., Gärling, T. (2011). Investment Style and Perceived Drivers of Adoption of Socially Responsible Investment among Swedish Institutional Investors, Fall 2011, *The Journal of Investing*.

dessa grupper lägger skiftande drivkrafter bakom hållbara investeringar. Hållbara investerare betonar betydelsen av att få andra större investerare med ”på tåget”, när investerare utan hållbara investeringar fäster större betydelse kring tvingande regleringar för att stimulera hållbara investeringar. En möjlig förklaring, menar författarna, är att investerare utan hållbara investeringar som representerar huvudfåran av konventionella investerare misstror den finansiella rationaliteten bakom hållbara investeringar. Eftersom författarna i en tidigare studie har visat på att konventionella investerare fortfarande uttrycker sig mindre positiva till avkastning för hållbara investeringar, jämfört med gruppen hållbara investerare. Därför menar de framstår det som logiskt att investerare med en avig inställning till hållbara investeringar tror mer på reformer eller tvingande bestämmelser som ett mer effektivt sätt att styra efterfrågan på hållbara investeringar.

I SIRPs sammanfattande rapport över forskningsprogrammet skriver man bl.a. *”ett betydande motstånd till Hållbara Investeringar verkar finnas i grundläggande värderingar hos finansmarknadens aktörer... dessa verkar vara mer engagerade över att inte avvika från professionella värderingar än att följa värderingar från företag och förmånstagare.”*⁹

Det är med utgångspunkt från kunskap av tidigare litteratur i området som KK-stiftelsen söker vidare svar hos sina förvaltare. Syftet är att öka förståelsen kring hur dessa förvaltare arbetar med hållbarhetsfaktorer i investeringsprocessen. Det är sedan vår övertygelse och ambition att utifrån denna förståelse i nästa steg försöka påverka branschens fortsatta ambitioner och arbete med hållbarhet.

9. SIRP (2012: 3). *Do Sustainable Investments Add Value?* Final Research Report.

Reflektioner på enkät- svaren och dialogen

Vi har i utvärderingen inte utgått från något facit eller fastställd uppfattning om vad hållbarhet och ansvar i kapitalförvaltning är. Vi har medvetet velat bredda perspektivet. Och fokus för dialogen med förvaltarna har varit att diskutera och förstå deras eget resonemang, det framåtblickande arbetet och dynamiken i processen.

Det framkom med god tydlighet i dialogen att många hedgefondsförvaltare har både kunskap och insikt om frågor som rör hållbarhet och ansvar samt om det vi kan kalla "traditionella SRI-strategier" i relation till bolagsvärdering och risk, och att de mäter sig väl mot kapitalförvaltare som positionerat sig som hållbarhetsförvaltare eller "SRI-aktörer".

De vanligaste så kallade "SRI-strategierna" i Sverige och Europa idag utgår från globala normer för miljö, mänskliga rättigheter, arbete och kor-



ruption, vilka finns formulerade i FNs Global Compact Principles¹⁰, och en process som identifierar bolag som anses bryta mot dessa normer. I Sverige är det även vanligt med strategier som identifierar vissa produkter och branscher som till exempel alkohol, tobak och vapen. Båda strategier

” Har man en stark uppfattning om att något inte är hållbart, bör man inte vara investerad i den tillgången.”

tillämpas ofta som ett inledande filter eller en avslutande screening i investeringsprocessen, och resultatet används för att undvika eller avyttra bolag, eller för att engagera sig i bolag genom en så kallad aktiv ägardialog.

Dessa strategier är sällan tillämpliga för en hedgefond annat än om fonden åtagit sig särskilda restriktioner. Men, som en av förvaltarna sa: ”Har man en stark uppfattning om att något inte är hållbart, bör man inte vara investerad i den tillgången.”

Oavsett vilka frågor man bedömer som relevanta att beakta, tänker vi att om man verkligen ska kunna tala om ”integrerad hållbarhet”, behövs det ett ”integrerat tänkesätt” kring traditionell finansanalys och hållbarhetsanalys. Att ”kombinera dem från utsidan”, det vill säga lägga den ena delen på den andra, utan att den grundläggande förståelsen för eller övertygelsen om värdet finns, ger inte mycket mer än just ett pålägg. Att tala om att hållbarhet är en integrerad del av investeringsprocessen är därmed sant först då alla i ett team har ett ”integrerat tänkesätt”. Utmaningen att integrera hållbarhet är alltså lika stor för såväl hedgefondsförvaltare som för andra förvaltare inklusive de som positionerar sig som hållbarhetsförvaltare eller ”SRI”.

10. www.unglobalcompact.org

Svarsandel för respektive fråga i enkäten

1. Hur ser ni på hållbarhet och ansvar i förhållande till ert uppdrag som kapitalförvaltare?



2. Hur integrerar ni hållbarhet och ansvar i er investeringsprocess?



3. Hur hanterar ni risker och möjligheter gällande hållbarhet och ansvar?



4. Vilka områden bedömer ni som relevanta att ta hänsyn till ur ett hållbarhetsperspektiv?



5. Vilken kunskap och kompetens har ni gällande hållbarhet och ansvar?



6. Kan ni ge ett konkret investeringsexempel där ni beaktat hållbarhet och ansvar?



7. Har ni en formaliserad utvärderingsprocess för de fonder ni överväger eller har investerat i?



Poängskala:



37 % av förvaltarna menade att hållbarhet och ansvar i förhållande till sitt uppdrag som kapitalförvaltare är kundstyrt.

21 % av förvaltarna hade ingen egen process för att integrera hållbarhet och ansvar i sin investeringsprocess.

26 % av förvaltarna beskrev en god hantering av risker och möjligheter gällande hållbarhet och ansvar.

10 % av förvaltarna beskrev tydligt och konkret vilka områden som anses relevanta att ta hänsyn till ur ett hållbarhetsperspektiv.

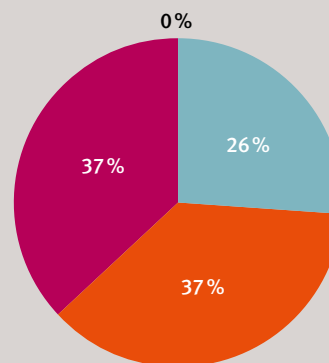
42 % av förvaltarna uttryckte viss kunskap och kompetens gällande hållbarhet och ansvar.

21 % av förvaltarna gav konkreta exempel där hållbarhet och ansvar beaktats i investeringen.

53 % svarade att de hade en formaliserad utvärderingsprocess för de fonder de överväger eller har investerat i.

1. Hur ser ni på hållbarhet och ansvar i förhållande till ert uppdrag som kapitalförvaltare?

- Ingen/svag uppfattning
- Kundstyrt/viss egen uppfattning
- God uppfattning
- Omfattande uppfattning



Flera av svaren på denna fråga kan läggas i kategorin "Kundstyrt". Då fondförvaltarens uppgift är att ge bästa avkastning till fondens investerare givet fondens uppdrag, så kan allt annat anses ligga utanför uppdraget och är därmed inte möjligt eller relevant att beakta eller ta hänsyn till. Många av förvaltarna menar också att få, om ens några, investerare frågar efter hållbarhet, ansvar, etik, etc. I våra samtal med förvaltarna har även de flesta bekräftat att KK-stiftelsens utvärdering är unik.

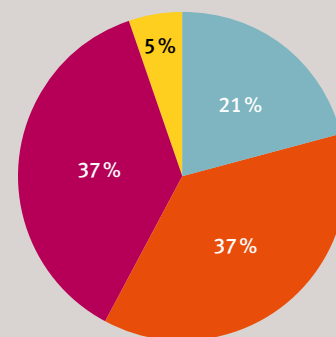
De förvaltare som har en uttalad syn på hållbarhet och ansvar är ofta de med en bredare kundgrupp och därmed en större exponering mot kundens olika efterfrågan eller krav. De har på olika sätt valt att profilera sig inom hållbarhet för att det anses ligga inom ramen för deras uppdrag, för att det finns en efterfrågan, och för att det stärker deras affär.

Några förvaltare menar att miljö, socialt ansvar, bolagsstyrning och affärsetik ökar alltmer i betydelse för både investerare och företag världen över. Dessa områden kan därför utgöra en viktig del i den fundamentala analysprocessen även om det ultimata investeringsbeslutet styrs av bedömningen av investeringens "uppside-potential" relativt "nerside-risk".

På frågan om hur man ser på hållbarhet och ansvar i förhållande till sitt uppdrag som kapitalförvaltare refererar flera till att de har anslutit sig till det FN-stödda initiativet PRI (Principles for Responsible Investment), och att dessa principer är vägledande i arbetet med ansvarsfullt ägande och investeringar. Det finns ett allmänt uttalande om att hållbarhetsarbete och god etik gynnar bolag/aktier. Och som en förvaltare sa: "Det är ett samhällsproblem att alla blir mer och mer kortsiktiga."

2. Hur integrerar ni hållbarhet och ansvar i er investeringsprocess?

- Ingen beskriven integrering
- Outsourcad process, ej integrerad
- Egen process, ej integrerad/Outsourcad process, integrerad
- Egen process, integrerad



På denna fråga fick vi många intressanta och välformulerade svar parat med några svar som får läggas i kategorin "icke-svar", exempelvis att "Vi integrerar hållbarhet i analysprocessen och inbegriper det i värderingen." Punkt. Vissa hänvisar också tillbaka till fråga 1 där man klargjort att man inte har något specifikt åtagande om hållbarhet i sitt uppdrag för fonden.

En förvaltare svarar att det i dagsläget inte finns någon formaliserad process för integrering av hållbarhetsfaktorer, men ger däremot exempel på olika risker som beaktas inför en investering och vilka kan kopplas till hållbarhet.

En annan förvaltare menar att deras grundläggande investeringsansats är att analysera de risker inom miljö, socialt ansvar och bolagsstyrning som påverkar ett företags värdering.

Några förvaltare beskriver ett omfattande arbete med fastställda processer och plattformar med intern och extern analyskapacitet.

En förvaltare beskriver att man aktivt strävar efter att integrera miljö, socialt ansvar och bolagsstyrning i investeringsprocessen. Detta utgår från en inställning om att dessa faktorer ofta ger en signal om ett bolags ledningskvalitet, särskilt över en längre tid. Man beskriver även ett nära samarbete internt mellan portföljförvaltaren och "hållbarhetsteamet" i syfte att öka medvetenheten om potentiella risker, som till exempel exponering mot bolag som står inför en rättstvist, eller som riskerar en varumärkesskada på grund av bristande hantering av bolagets negativa miljöpåverkan.

” Ett icke hållbart agerande kan påverka bolag/aktier negativt. Ett ökat fokus på hållbarhet, ansvar och etik belastar bolag som inte lever upp till marknadens krav.”

En förvaltare beskriver en etablerad process för att integrera hållbarhet och ansvar som tillämpas på samtliga investeringar (aktier, räntor och fondandelar), och där man gör en sammanvägd bedömning av såväl etiska som ekonomiska och finansiella faktorer.

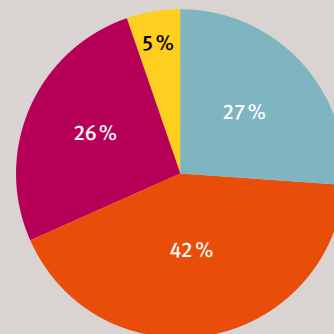
**” Hållbarhet?
Det ligger
i det undermedvetna. Det är ofta
flummigt, men det
är affärsmässigt
ett dåligt beslut
att inte integrera
hållbarhet.”**

En förvaltare menar att ”ett icke hållbart agerande kan påverka bolaget negativt. Ett ökat fokus på hållbarhet, ansvar och etik belastar bolag som inte lever upp till marknadens krav. Indirekt beaktar vi detta i utvärdering av aktier, utan att ha formella hinder att investera i sådana bolag”.

Och så ett avslutande citat: ”Hållbarhet? Det ligger i det undermedvetna. Det är ofta flummigt, men det är affärsmässigt ett dåligt beslut att inte integrera hållbarhet.”

3. Hur hanterar ni risker och möjligheter gällande hållbarhet och ansvar?

- Ingen/svagt beskriven hantering
- Viss hantering
- God hantering
- Omfattande hantering



”Det sker i enlighet med svaret i fråga 1.” Och svaret på fråga 1 är ”... Vi har inget specifikt åtagande om hållbarhet i vårt uppdrag för fonden.”

Andra tar upp vikten av att analysera bolagets unika risker, däribland risker och möjligheter gällande hållbarhet och ansvar, innan man tar en position samt löpande följa dessa när man tagit en position i ett företag.

En förvaltare lyfter fram att man har ett proaktivt tillvägagångssätt där man noterar både risker och möjligheter hos företag gällande hållbarhet och ansvar om man tror att dessa kommer att driva värderingen. Detta utvärderas löpande och tas också aktivt upp i dialog med företaget.

En annan förvaltare menar att hållbarhetsrisker ofta är reella finansiella risker för företaget och att det därför är viktigt att ha kontroll över dessa. Man försöker även minska dessa risker i portföljerna genom att i dialog med bolagen diskutera åtgärder som de kan vidta för att minska dessa risker.

Några förvaltare tar upp värdet av att föra en egen aktiv dialog med fondens underliggande bolag och även med underliggande fondförvaltare. ”Vi försöker aktivt minska hållbarhetsriskerna genom att i dialog med bolag diskutera åtgärder som de kan vidta för att minska dessa risker.”

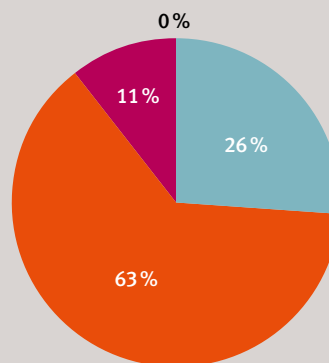
En förvaltare menar att ”hela banksektorn har ett extremt hållbarhetsproblem. Problemet är från reglererarens håll...”.

En annan förvaltare fokuserar på möjligheten i bolaget: ”Jag tar stora positioner i ett fåtal bolag som jag tror på. Det är bolag som genererar bra avkastning, över tid, på egna meriter oavsett konjunktur.”

” Jag tar stora positioner i ett fåtal bolag som jag tror på. Det är bolag som genererar bra avkastning, över tid, på egna meriter oavsett konjunktur.”

4. Vilka områden bedömer ni som relevanta att ta hänsyn till ur ett hållbarhetsperspektiv?

- Ingen/svagt beskriven uppfattning
- Viss uppfattning
- God uppfattning
- Omfattande uppfattning



Det är naturligt att svaren på frågorna i vissa fall överlappar varandra. Samtidigt har vi medvetet formulerat frågorna för att möjliggöra en djupare förståelse för hur förvaltare ser på och arbetar med hållbarhet och ansvar i sin kapitalförvaltning och i sin organisation. Med korta svar som "Miljömässiga, sociala och politiska aspekter." på frågan om vilka områ-

den som anses relevanta har vi i den efterföljande dialogen haft möjlighet att få en bättre förståelse för vad dessa områden faktiskt är, varför de anses som relevanta, och hur förvaltaren tar hänsyn till dem. I vissa fall kan vi konstatera att några områden inte alls bedöms vara relevanta och att de därför heller inte tas några hänsyn till. "Det är inte viktigt om företaget håller ut bly i en sjö så länge inte företagets resultat påverkas och jag kan köpa aktien billigt."

På samma sätt har generella svar som "Vi tycker att UNPRI har ett bra ramverk, och där är vi också medlemmar" eller "Vi har ett aktivt engagemang i filantropi", varit avstamp för att diskutera vad man konkret menar och faktiskt gör.

Flera förvaltare menar att hållbarhetsområden för ett bolag varierar beroende på bransch och geografi och att alla bolag har unika risker och möjligheter på hållbarhetsområdet. Någon tar upp exemplet inom verkstadsindustri där energiförbrukning och försörjning, utsläpp samt användning och återvinning av råvaror är viktiga områden. Samtidigt påpekar man att det är viktigt att de hållbarhetsaspekter som företagen publicerar är relevanta.

”Det är inte viktigt om företaget håller ut bly i en sjö så länge inte företagets resultat påverkas och jag kan köpa aktien billigt.”

En förvaltare menar att fysisk påverkan från klimatförändringar kan på lång sikt komma att påverka staters ekonomiska återbetalningsförmåga (såväl positiva som negativa effekter). Bolagsstyrning, korruption och affärsetik anses av några förvaltare som de mest relevanta områdena på "nersidan". Här lyfter man fram ny och skärpt lagstiftning på området som till exempel penningtvätts- och mutlagstiftning i Sverige och UK Bribery Act i Storbritannien som bidragande till denna hållning.

En förvaltare menar att de fokuserar på de områden som de bedömer som "finansiellt materiella för företagets långsiktiga hållbarhet". Det är områden som de menar har en inverkan på bolaget värdering och därmed aktieägarvärdet. Det kan vara något inom bolaget och dess verksamhet eller inom den bransch bolaget verkar i.

En annan förvaltare lyfter fram att företag som har en förmåga att balansera ekonomisk, ekologisk och social hållbar utveckling, har goda möjligheter till hög och långsiktig avkastning.

"Ur ett hållbarhetsperspektiv ska vi tillfoga vårt analytiska ramverk analysen av ett företags påverkan på intressenter, miljö och samhälle. Vi menar att dessa miljömässiga, sociala och styrningsfaktorer kan påverka avkastning, visa potentiell investeringsrisk, och ge en fingervisning om bolagets styrningsförmåga och ledarskap". Vi noterar här att svaret inleds med "ur ett hållbarhetsperspektiv...".

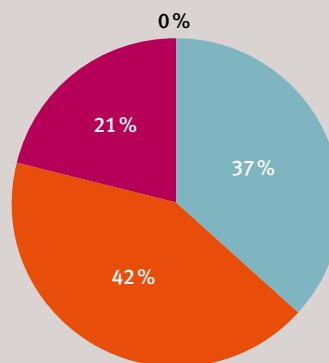
Några förvaltare pekar på lednings- och styrningskvalitet som ett viktigt område, och att bedömningen av detta sker i den fundamentala analysen. En förvaltare säger att de har märkt att "ledningssystemer med stadiga meriter som fokuserar på att skapa aktieägarvärde generellt inte går in i tveksamma affärer som skulle kunna hindra den strävan".

Ett antal likartade svar är att områden som bedöms som relevanta är bland annat de som faller inom ramen för FN:s Global Compact, OECD:s riktlinjer för multinationella företag, konventioner om mänskliga rättigheter, miljökonventioner samt vapenrelaterade konventioner. Förvaltare som ger dessa svar har vanligen lagt ut analys och bevakning av portföljbolagen på en extern konsult.

” Ur ett hållbarhetsperspektiv ska vi tillfoga vårt analytiska ramverk analysen av ett företags påverkan på intressenter, miljö och samhälle. Vi menar att dessa ... kan påverka avkastning, visa potentiell investeringsrisk, och ge en fingervisning om bolagets styrningsförmåga och ledarskap.”

5. Vilken kunskap och kompetens har ni gällande hållbarhet och ansvar?

- Ingen/svagt beskriven kunskap
- Viss kunskap
- God kunskap
- Omfattande kunskap



Svaren på denna fråga tillsammans med dialogen har gett oss flera insikter och aha-upplevelser. Det är värt att notera att flera förvaltare vars enkätsvar vi bedömt som bristfälliga eller svaga, har i den efterföljande dialogen gett oss några av de mest tänkvärda och värdefulla resonemangen gällande hållbarhet och ansvar. Förvaltare som exempelvis svarat "Vi

” Vi har ingen specifik kompetens inom hållbarhet och ansvar.”

har ingen specifik kompetens inom hållbarhet och ansvar" har i dialogen visat på en gedigen kunskap och kompetens inom analys och företagsvärdering där både hållbarhet och ansvar kan sägas ingå.

Eller, samme förvaltare som svarar "Vi följer debatten, men har ingen utbildning i dessa frågor" ger i dialogen flera konkreta exempel på hur man värderar bolagets långsiktiga uthållighet i relation till miljö och hållbarhet.

Flera förvaltare har mångårig erfarenhet av att analysera olika bolag (och stater) och bedöma deras risker, och där den samlade bedömningen mycket väl visar en kompetens som kan användas för att lyfta fram aspekter som hos andra förvaltare är separerade från den fundamentala analysen.

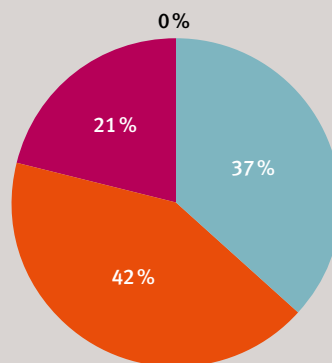
Vi har värdesatt uppriktigheten och de rättframma svar vi fått i både enkäten och dialogen, som till exempel: "När vi inte förstår en nyckelfaktor inom en sektor ser vi till att utbilda oss externt och inhämtar relevant information.", eller "Inom investeringsteamet har vi två civilingenjörer som på ett trovärdigt sätt kan utvärdera olika teknologier inom t.ex. hållbarhet."

Fler förvaltare beskriver att de har en lång erfarenhet av att integrera hållbarhetsaspekter i förvaltningen, att de har egna dedikerade personer eller team som är specialiserade på hållbarhetsfrågor och samarbetar med övriga investeringsorganisationen. Flera förvaltare har också etablerade processer i samarbete med externa rådgivare och analysfirmor.

Några av de större förvaltarna har stora egna team med exempelvis 20 medarbetare som fokuserar helt och hållet på bolagsstyrning och ansvarsfulla investeringar.

6. Kan ni ge ett konkret investerings-exempel där ni beaktat hållbarhet och ansvar?

- Inget uttryckt exempel
- Svagt exempel
- Medel exempel
- Starkt exempel



”Vi har sålt aktier där problem uppdagats.” eller ”Frågan är till sin natur för komplex för ett kort skriftligt svar”. Ok, tack, men kanske inte helt uttömmande som svar på frågan. Utöver dessa svar, har vi fått flera konkreta exempel från olika förvaltare, bland annat:

” När vi har dialog med H&M är hållbarhet och ansvar ett ämne som vi regelbundet diskuterar och inhämtar ytterligare information om.”

- ”Vi investerar i H&M. Vi är medvetna om att H&Ms förmåga att sälja sina varor påverkas av att de tillverkas enligt etiska principer och med god kontroll hos underleverantörer. När vi har dialog med H&M är detta ett ämne som vi regelbundet diskuterar och inhämtar ytterligare information om.”
- ”Fältresor eller platsbesök kan förbättra vår förståelse för komplexa frågor ett företag vi investerar i har att hantera. Till exempel fick vi djupare förståelse för hur ett energibolag hanterar sin miljömässiga och sociala påverkan vid ett besök i deras oljesandsgruva i västra Kanada. Vi träffade bolagets ledning, platschefer, gruvingenjörer, miljöansvarig, den lokala borgmästaren och representanter från urbefolkningen i området.”
- ”Volvo bedriver ett seriöst arbete med hållbarhet och ansvar. Man ger löpande ut hållbarhetsredovisning och ingår dessutom i DJS Index. Volvo rankas här bland de 300 bästa av världens 2500 största företag. Volvo är en stor emittent i den svenska kapitalmarknaden och arbetar på ett bra sätt mot investerare.”

En internationell förvaltare ger följande exempel: "Vår strategi 'Globala Ansvarsfulla Aktier' strävar efter att identifiera branschledande företag som nyttjar sina resurser på ett hållbart sätt för att behålla en varaktig konkurrensfördel, utöka och försvara sitt globala fotavtryck, och åstadkomma ekonomisk avkastning genom marknadszykler. Syftet är att lyfta fram hållbart ledarskap, branschposition, finansiell hållbarhet och riskjusterad avkastning."

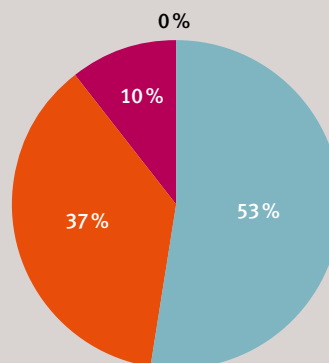
Ytterligare ett exempel från en utländsk förvaltare: "Den starka påtryckningen att exkludera kontroversiella vapen är ett bra exempel på hur vi inkluderar hållbarhet och ansvar."

Ett exempel från en av de svenska förvaltarna: "Vårt beslut att sälja av TeliaSonera i våra SRI-portföljer. Det beslutet baserades på att vi ansåg att företagsledningen på kort till medellång sikt inte kommer att ha förmågan att implementera de åtgärder som man har satt upp rörande förebyggande arbete kring korruption. Vi fortsätter dock naturligtvis dialogen med företagsledningen för att se till att utvecklingen sker i positiv riktning."

” Vi har ett stort inflytande på våra valda fondförvaltare och därmed ett stort ansvar. De lyssnar.”

7. Har ni en formaliserad utvärderingsprocess för de fonder ni överväger eller har investerat i? Om ja, beskriv kort denna process.

- Ej relevant
- Svag process
- Medel process
- Stark process



Denna fråga var inte relevant för alla förvaltarna och har därför inte räknats med i totalbedömningen. Dock är frågan värdefull att få en förståelse för vilken process fond-i-fondförvaltare tillämpar i valet av underliggande fonder.

Två förvaltare lyfter fram att det FN-stödda initiativet PRI (Principles for Responsible Investment) utgör ramverket för deras utvärderingsprocess, varav den ena också tittar på fondens innehav och jämför dessa mot förvaltarens egen "exkluderingslista" vilken innehåller företag som är involverade i tillverkning och/eller försäljning av inhumana vapen.

En annan förvaltare beskriver att de endast investerar i fonder som har etiskt granskats samt följer förvaltarens policy.

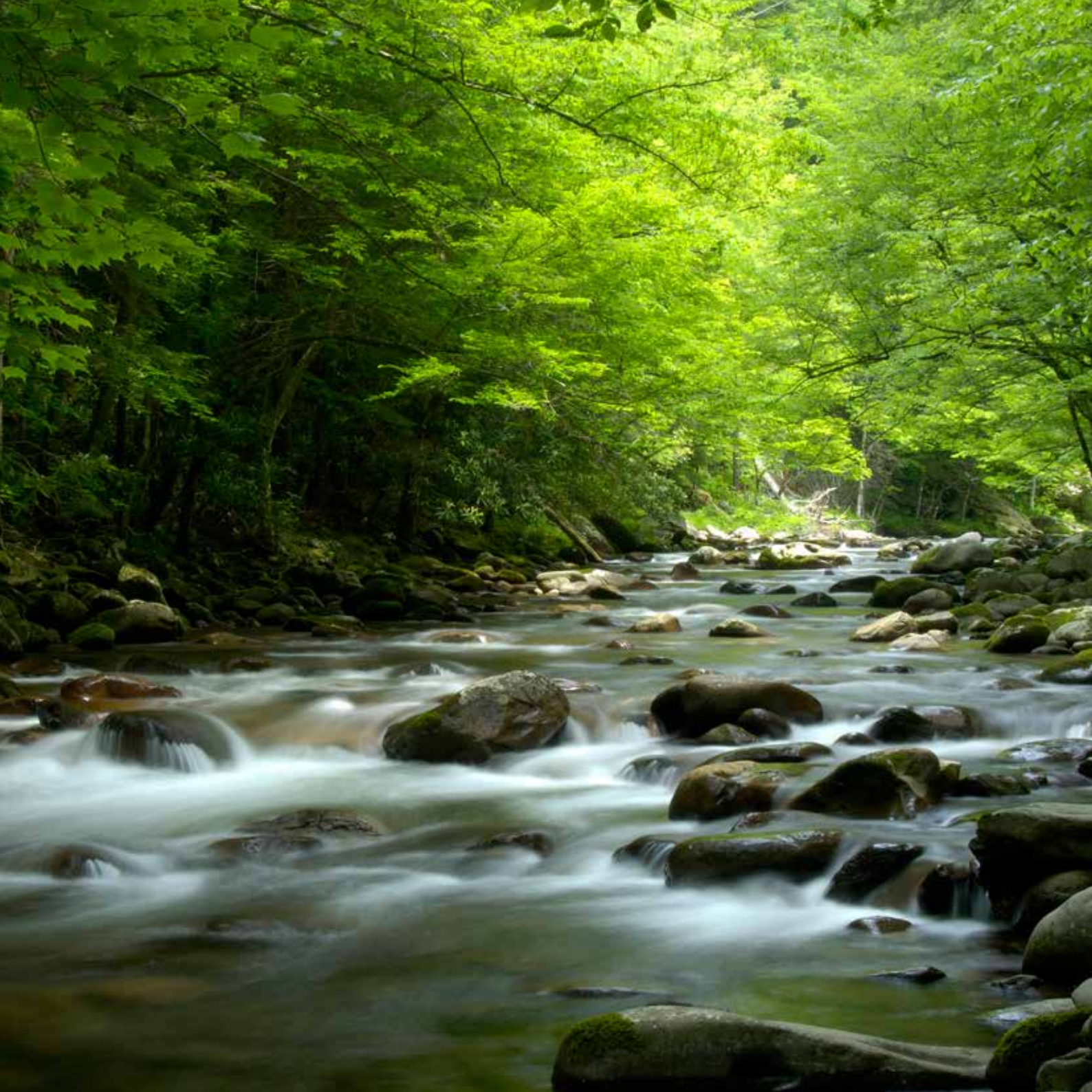
Ytterligare en förvaltare berättar att de tar hänsyn till miljö, socialt ansvar och bolagsstyrning när de utvärderar nya förvaltare. Dessa faktorer kan få långtgående operativa, organisatoriska, rättsliga, ekonomiska och strategiska konsekvenser. När vi investerar genom våra underliggande förvaltare, försöker vi att införliva hållbarhetsfaktorer, när så är relevant, i vår löpande dialog med dem.

En förvaltare beskriver att de tillämpar en hållbarhetsutvärdering inför val av en ny fond samt därefter en bevakningsprocess för de valda fonderna. Innan de väljer en ny fond, skickar förvaltarens due diligence-team en enkät till fonden som bland annat fokuserar på hållbarhet. Fonden måste rapportera generell värdering gällande hållbarhet, ge exempel på

vilket inflytande hållbarhet har för investeringsprocessen och hur fonder rapporterar om hållbarhet till sina investerare. Enkätsvaren resulterar i en så kallad ESG-rating¹¹. Resultat och rating läggs in i förvaltarens bevakningssystem för att möjliggöra en löpande bevakning.

En förvaltare för en diskussion med fonder som de överväger att investera i gällande hur de beaktar och implementerar ESG-frågor vid investeringar. Dessutom genomförs en utvärderingsprocess två gånger om året i samarbete med en extern konsult. Därmed säkerställer förvaltaren att de fonder de investerar i efterlever deras etiska riktlinjer. I de fall där fonder strider mot förvaltarens målsättning om så kallad "etisk renhetsgrad" i portföljen, försöker de i första hand föra en dialog, direkt eller i samarbete med deras förvaltare, för att påverka. Som sista steg, om dialogen är fruktlös, avyttras innehavet.

11. ESG står för Environmental, Social and [Corporate] Governance och används ofta som en förkortning för att hänvisa till miljö, social ansvar och bolagsstyrning.



Några slutliga funderingar

KK-stiftelsen är en liten organisation och helt beroende av engagerade och kompetenta motparter. Och när åsikter bryts tillförs kunskap. Därför har det verkligen varit värdefullt att träffa våra motparter och diskutera hållbarhet och ansvar.

Ett långsiktigt ansvarsfullt utnyttjande av resurser är viktigt och betydelsen av ett hållbart företagande bara ökar i framtiden. Vi ser det som ett affärsmässigt dåligt beslut att inte integrera hållbarhet i sin verksamhet. Hållbarhetsrisker är ofta reella affärsmässiga och finansiella risker för företag och därför viktiga att ha kontroll över.

Som vi konstaterat i denna rapport, räcker det inte med fina ord. Avgörande för allt arbete med hållbarhet är att det blir konkret, genomförbart och mätbart. Det kräver kompetens och resurser bland kapitalförvaltarna. Att lakoniskt välja bort exempelvis sprit, porr och klustervapen är att göra det lätt för sig. Hållbarhet och ansvar måste integreras och bli en del av organisationens kultur.

Att köpa förvaltningstjänsten ”hedgefondsförvaltning” är att välja en exklusiv och förhållandevis kostsam aktiv förvaltningsprodukt. Krasst formulerat menar vi att det inte längre finns någon optionalitet för en

modern förvaltningsorganisation som tar bra betalt för aktiv förvaltning att välja bort dessa frågor. Tvärtom. Det är en grundförutsättning.

Hållbarhet är således en utveckling där man aldrig kommer i mål men en pågående process där riktningen är viktig. Och för att det ska bli något konkret och mätbart så krävs även ledarskap, åsikter och handlingskraft. Det hoppas vi att denna rapport också kommer att bidra till.

Dessutom, hållbarhet och ansvar i kapitalförvaltning mäts sällan rättvist genom en enkät. Snarare visar dessa iakttagelser på en ögonblicksbild. För att förstå dynamiken i processen och det framåtblickande arbetet ville vi belysa och väga samman enkätsvaren med rörelseriktningen som framkom i dialogen.

Vi tog avstamp från medvetenheten om att det resultat man kan mäta för hållbarhet skiljer sig från exempelvis sportens värld där man enkelt korar en segrare här och nu, medan man för hållbarhet måste kunna visa på ett resultat som kan ge vinnare i alla led över tid.

Innan denna rapport gick i tryck bjöd vi in förvaltarna att ge sina synpunkter på det övergripande resultatet. En av kommentarerna sammanfattar bra vad vi hoppades kunna uppnå när vi inledde detta arbete: ”Det är bra att ni gör det här och att vi får en spark i rätt riktning. Även om frågorna är svåra att kvantifiera, ser vi att på flera områden i undersökningen kan vi göra vissa insatser så att nivån totalt sett förbättras. Även om vi inte är en etisk hedgefond, märker vi nu att framförallt flera internationella investerare börjar ställa krav på detta område. Vi kommer också inom företagsanalysen mer försöka skilja mellan de bolag som har en genuint införd CSR-policy där det verkligen finns något bakom, och de företag där det mer är ambitioner och vackra ord”.

Grafisk formgivning: Yra
Foto: Johan Olsson, Peder Hedeby (s. 26),
Tryck: Åtta.45 2014

KK-stiftelsen, högskolornas forskningsfinansiär, finansierar framförallt forskning vid Sveriges nya universitet och högskolor, när den sker i samverkan med näringslivet. Stiftelsen verkar bland annat för att lärosätena ska bygga internationellt konkurrenskraftiga forskningsmiljöer, arbeta långsiktigt kring strategisk profilering och öka samarbetet mellan akademi, näringsliv och institut. KK-stiftelsen har sedan starten 1994 satsat 8,4 miljarder kronor i fler än 2 400 projekt.

KK-stiftelsen 

Mäster Samuelsgatan 60, plan 9
111 21 Stockholm
Telefon 08-56 64 8100
www.kks.se