

Etiken, miljön och pensionerna

*Betänkande från Kommittén om AP-fondernas
etik- och miljöansvar*

Stockholm 2008



STATENS OFFENTLIGA
UTREDNINGAR

SOU 2008:107

SOU och Ds kan köpas från Fritzes kundtjänst. För remissutsändningar av SOU och Ds svarar Fritzes Offentliga Publikationer på uppdrag av Regeringskansliets förvaltningsavdelning.

Beställningsadress:

Fritzes kundtjänst

106 47 Stockholm

Orderfax: 08-690 91 91

Ordertel: 08-690 91 90

E-post: order.fritzes@nj.se

Internet: www.fritzes.se

Svara på remiss. Hur och varför. Statsrådsberedningen, 2003.

– En liten broschyr som underlättar arbetet för den som ska svara på remiss.

Broschyren är gratis och kan laddas ner eller beställas på

<http://www.regeringen.se/remiss>

Textbearbetning och layout har utförts av Regeringskansliet, FA/kommittéservice

Tryckt av Edita Sverige AB

Stockholm 2008

ISBN 978-91-38-23099-2

ISSN 0375-250X

Till statsrådet Mats Odell

I november 2007 bemyndigade regeringen statsrådet Mats Odell att tillkalla en kommitté för att utvärdera hur och med vilka resultat de Första–Fjärde AP-fonderna samt Sjunde AP-fonden arbetat med de krav man haft sedan 2001 att ta hänsyn till miljö och etik i sin placeringsverksamhet.

Statsrådet Odell förordnade som ordförande för kommittén förra chefen för Kammarkollegiets kapitalförvaltning Ulla-Carin Giertz, och som övriga ledamöter professor Hans De Geer och advokaten Bertil Villard. Som sekreterare förordnades ekonomen Hans Bäckström.

Kommittén har antagit namnet AP-fondernas etik- och miljöansvar.

Till kommittén har en expertgrupp varit knuten, bestående av investeringskonsulten Märtha Josefsson, direktören Kajsa Lindståhl, enhetschefen Irene Wennemo (t.o.m maj 2008), ekonomen Åsa-Pia Järliden Bergström (fr.o.m juni 2008), samt ämnesrådet Lars Gavelin. Kommittén och expertgruppen har tillsammans hållit sju möten.

Kommittén har låtit forskare och konsulter utarbeta fem studier för att belysa vissa viktiga frågeställningar. Dessa redovisas som bilagor. De analyser och slutsatser som redovisas i dessa är respektive författares egna. Av betänkandet framgår hur materialet använts av kommittén.

Ett stort antal kontakter har tagits och flera möten har hållits med olika aktörer, i Sverige och utomlands, som kommittén bedömt kunna tillföra utredningen relevant information och intressanta synpunkter. Detta gäller självfallet AP-fonderna och det Etikråd som AP 1–4 driver gemensamt, men också andra svenska och internationella institutionella investerare, konsulter och analytiker. Kommittén har också haft ett gemensamt seminarium med

norska myndigheter, bl.a. mot bakgrund av att en liknande utvärdering av den norska pensionsfonden-utland pågår i Norge.

De slutsatser som dragits och de rekommendationer arbetet lett fram till redovisas i detta betänkande "*Etiken, miljön och pensionerna*" (SOU 2008:107) som härmed överlämnas. Uppdraget är därmed avslutat.

Stockholm i november 2008

Ulla-Carin Giertz

Hans De Geer

Bertil Villard

/Hans Bäckström

Innehåll

Sammanfattning	9
Summary	15
Författningsförslag	21
1 Bakgrund	25
1.1 Dags att utvärdera	25
1.2 Utredningens uppdrag.....	25
1.3 Ökat fokus på etik och miljö	26
1.4 Dolda agendor ?	31
2 Omvärldsförändringar	35
2.1 Växande globala kapitalmarknader	35
2.2 Några drag i strukturutvecklingen.....	38
2.3 Omfattningen av ”ansvarsfullt” kapital	41
2.4 Svenska och internationella jämförelser	43
3 Verktyslådan	47
3.1 ”Screening” som informationshantering	47
3.2 Välja bort och välja till.....	48
3.3 Dialog och påverkan	49

3.4	Integrering	51
3.5	Traditionell bolagsstyrning.....	51
3.6	Ansvarsfulla investeringar och investeringsstilar	52
4	AP-Fonderna och hållbarheten	57
4.1	AP-fondernas funktion och roll inom ramen för pensionssystemet.....	57
4.2	Organisation och styrning.....	63
4.3	Trygghet, avkastning och andra mål	65
4.4	Hur AP-fonderna arbetar med ESG-frågor.....	67
4.5	Etikrådet	72
4.6	Effekterna hittills	77
5	Avkastning, etik och förtroende – några frågeställningar	85
5.1	”Att uppbära allmänhetens förtroende”	86
5.2	Vilken etik och vems etik ?	89
5.3	Kostsamt eller lönsamt ?	100
5.4	Rollen som ägare	105
6	Utvecklingsmöjligheter för AP-Fonderna.....	113
6.1	Fonderna ska utforma sin värdegrund	114
6.2	Starkare styrelser	115
6.3	Kvalitet och resurser	117
6.4	Bolagsstyrningsperspektivet.....	118
6.5	Uppföljning, utvärdering och information.....	121
	Referenser	123

Bilagor

<i>Bilaga 1</i>	Kommittédirektiv.....	125
<i>Bilaga 2</i>	Aktörsperspektiv och AP-fondsetik av <i>Per Bauhn</i>	137
<i>Bilaga 3</i>	Förvaltning av aktieportföljer av <i>Erik Sjöberg</i>	161
<i>Bilaga 4</i>	Capital Markets size and Participants and Responsible Investing for Large Institutional Investors av <i>MERCER</i>	173
<i>Bilaga 5</i>	Doing Well While Doing Good? av <i>Kees Koedijk</i> och <i>Jenke Ter Horst</i>	211
<i>Bilaga 6</i>	AP-fondernas inverkan på portföljbolagens arbete med etik och miljö av <i>Emma Sjöström</i>	245

Sammanfattning

Allmänna slutsatser

Statsmakterna har uttalat att AP-fonderna ska förvalta tilldelade medel så att de blir till största möjliga nytta för pensionssystemet. Målet är långsiktigt hög avkastning i förhållande till risken i placeringarna. Fonderna ska inte ha näringspolitiska eller ekonomisk-politiska mål.

Däremot har AP-fonderna uppdraget att ”ta hänsyn till miljö och etik” i sin placeringsverksamhet, utan att göra avkall på avkastningen. Kommitténs uppgift har varit att utvärdera hur fonderna arbetat med detta uppdrag och hur det avspeglats i deras ägarstyrning.

Vi anser att AP-fonderna har hanterat detta på ett bra sätt. Samtidigt är det önskvärt att precisera vad uppdraget innebär och att utveckla arbetssättet. I framtiden bör fonderna arbeta mer proaktivt och med en strävan mot integrering av hållbarhetsaspekter inom sin förvaltning, en strävan som vi bedömer vara långsiktigt värdeskapande. För att befästa och stärka förtroendet bör fondstyrelserna besluta, följa upp och kommunicera sin värdegrund för verksamheten. Ytterligare resurser behöver avsättas till analys och till uppföljning av fondernas ägarstyrning. Slutligen bör AP-fondsstyrelserna utses på grundval av en professionell nomineringsprocess.

Hur har man arbetat?

Under senare år har intresset för vad som brukar benämnas ”hållbara” eller ”ansvarsfulla” investeringar ökat starkt bland institutionella investerare i Sverige och utomlands. Ett omfattande internationellt samarbete har vuxit fram, delvis i FN:s hägn, där AP-fonderna medverkat aktivt. Detta område innefattar en mångfald av

begrepp och beteckningar. Vi har valt att i huvudsak använda den internationellt vanliga beteckningen ”ESG” (*Environment, Social, Governance*) som det som enligt vår uppfattning bäst täcker både AP-fondernas roll och vårt utredningsuppdrag.

Fortfarande handlar detta om en verksamhet som är i snabb utveckling. Trots detta har en relativt omfattande forskning bedrivits internationellt kring effekterna av ESG, som pekar mot att hänsyn till ESG-faktorer snarare tycks förbättra än försämma avkastningen, även om det är svårt att dra entydiga slutsatser.

Fonderna har valt delvis olika ansatser och profil i arbetet, och har dels tillsammans, dels var och en för sig utvecklat metoder och arbetsformer. Några fonders insatser har fått internationell uppmärksamhet. Några påvisbara negativa konsekvenser för AP-fondernas avkastning har inte uppstått, och de administrativa kostnaderna har varit begränsade. AP-fondernas – och andra investerares – aktivitet tycks i flera fall ha bidragit till förbättringar i de företag fonderna är ägare i och till att frågor rörande miljö och etik ges större uppmärksamhet i företagen.

Även om AP-fonderna gjort ett bra arbete finns en potential för utveckling och förbättring. Kommittén vill inledningsvis slå fast att fondernas uppgift att genom en hög avkastning bidra till goda pensioner, vilket i sin tur ska bidra till trygghet för nuvarande och blivande pensionärer, i sig utgör ett grundläggande etiskt mål.

Våra förslag

1. Fondernas övergripande mål är att skapa trygghet i pensions-systemet. Det ska uppnås genom en långsiktigt hög avkastning. Med bibehållande av denna övergripande målsättning skall fonderna även ta hänsyn till miljö, etik och andra hållbarhets-aspekter. Detta bör tydliggöras genom att föreskrifterna rörande ESG-hänsyn, som hittills funnits i förarbetena, lyfts in i lagen om AP-fonderna.
2. Problemen på de internationella finansmarknaderna under hösten 2008 blyxtbelyser vilken avgörande betydelse förtroendet spelar i finansiell verksamhet. Med tanke på det uppdrag man har spelat *allmänhetens förtroende* en särskilt stor roll för AP-fonderna. Pensionsförvaltning är en komplicerad verksamhet som de flesta inte kan följa och bedöma i detalj. Där kun-

skaperna tar slut måste förtroendet ta vid, och förtroendet bygger på faktorer som kompetens, öppenhet och integritet. Fondernas arbetssätt, organisation och kommunikation måste ta sin utgångspunkt i detta.

3. Fonderna bör utveckla och tydliggöra den *värdegrund* som man ska ha som utgångspunkt för verksamheten, innefattande ESG-aspekter. Detta innebär att på ett tydligt och sammanhängande sätt formulera de centrala värderingar som ska ligga till grund för hur man agerar i sin placeringsverksamhet. För AP-fonderna, som har sitt uppdrag från alla svenska medborgare, måste värdegrunden vara kommunicerbar och kunna få bred acceptans. De etiska grundvärden som kommer till uttryck i regeringsformen utgör naturliga utgångspunkter för att utveckla en sådan värdegrund. I detta innefattas också att säkerställa en god miljö för nuvarande och kommande generationer. De internationella konventioner Sverige undertecknat är ett uttryck för och utgör en konkretisering av dessa grundvärden, och kan därför ses som ytterligare utgångspunkter för fondernas värdegrundsarbete. Fonderna bör aktivt kommunicera sin värdegrund mot allmänheten, och hur den styr fondernas placeringsverksamhet.
4. Vår uppfattning är att ESG-aspekter representerar både risker och möjligheter som bäst hanteras respektive tillvaratas om dessa så långt möjligt *integreras* i den löpande analysen och förvaltningsverksamheten, istället för att vara en fråga vid sidan av. Att utveckla metoder för att analysera och tillämpa ESG-aspekter i placeringsverksamhet och ägarstyrning är på många sätt komplicerat, och ett område där framsteg sker successivt. Det viktiga är att det finns en målinriktning och uttalade strategier för att nå dit. Hur snabbt och exakt på vilket sätt man rör sig framåt måste AP-fonderna själva ges frihet att utforma, samtidigt som man måste kunna redovisa och motivera de vägval man gör.
5. Inom ramen för sina *ägarpolicies* har AP-fonderna på ett bra sätt formulerat tydliga krav på relevant information från bolagen. Dessa ägarpolicies behöver successivt följas upp, utvecklas och anpassas till utvecklingen inom ESG-området. Ett steg i utvecklingen är att på grundval av den information man tar in utveckla strategier för framtida investeringar med

avseende på olika ESG-aspekter. Ett exempel kan vara att utveckla en strategi för fondportföljens samlade koldioxidutsläpp.

6. Det bör vara *styrelsernas* uppgift att besluta om fondernas värdegrund och att utifrån denna fastställa och följa upp hur verksamheten ska bedrivas.
7. Styrelsernas uppdrag aktualiserar också frågor om hur de rekryteras, arbetar, och arvoderas. Regeringen bör i fortsättningen utse styrelsernas ledamöter på basis av rekommendationer från en av regeringen utsedd, professionellt arbetade och brett sammansatt *nomineringskommitté*. Antalet ledamöter i varje styrelse ska kunna vara färre än de nio som lagen stipulerar idag.
8. Bestämmelsen att ett visst antal styrelseledamöter ska nomineras av arbetsmarknadsparterna bör utgå.
9. Externa *utvärderingar av styrelsernas arbete* bör göras regelbundet, i linje med den praxis som på senare år etablerats i näringslivet, och ligga till grund för nomineringskommitténs arbete.
10. Det bör avsättas tillräckliga *resurser* för att säkerställa beställar-kompetens och kvalitet i arbetet med ESG-frågor. Detta gäller informationsinhämtning, analys, dialog och uppföljning.
11. Det bör finnas möjligheter att vidga *samarbetet* mellan AP-fonderna när det gäller ESG-frågor utan att detta kommer i konflikt med den av statsmakterna önskade självständigheten i de enskilda fondernas arbete. Det gäller bland annat ESG-dialoger med svenska bolag.
12. *Ägandet* är grunden för AP-fondernas möjlighet till inflytande på företagen. Det bör utnyttjas så effektivt och målmedvetet som möjligt. En utvecklad ägarpolicy – vilket fonderna var för sig har utformat – är en förutsättning för detta. Ägar- och investeringspolicies som innefattar ESG-aspekter bör övervägas för alla typer av tillgångar, inte enbart börsnoterade aktier, och måste följas upp regelbundet.
13. Begränsningen när det gäller *Sjunde AP-fondens rösträtt* för sina aktieinnehav bör tas bort. Andra restriktioner i regelverken som förhindrar en aktiv ägarroll för fonderna bör ses över.

Ägarrollen bör i övrigt utformas så att AP-fonderna balanserar ett investerarperspektiv mot ett långsiktigt ägarperspektiv.

14. Principerna för företagens *ersättnings- och kompensationsfrågor för styrelse och ledning* är ägarfrågor med viktiga förtroendimensioner, både för fonderna själva, för företagen och för näringslivet i stort. Ett fortsatt aktivt arbete för att främja ersättningssystem som är måttfulla och transparenta och som ger incitament till ett välavvägt risktagande, är en viktig uppgift för fonderna. För fonderna är även utformningen av incitamenten för den egna personalen av betydelse för hur ESG-aspekter omhändertas och allmänhetens förtroende upprätthålls.
15. Fondernas arbete med ESG bör *utvärderas* regelbundet. Regeringens årliga utvärdering bör därför även omfatta dessa aspekter på fondernas verksamhet. Detta ligger i linje med tanken att integrera ESG-analysen i fondernas arbete.
16. Vi föreslår att lagen om AP-fonderna (2000:192) ändras på fem punkter:
 - Skrivningarna att fonderna ska ta miljö- och etikhänsyn förs från förarbetena in i lagtexten.
 - En nomineringskommitté svarar för rekrytering av styrelseledamöter.
 - Begränsningarna avseende Sjunde AP-fondens rösträtt tas bort.
 - Antalet styrelseledamöter föreslås vara *högst* nio.
 - Bestämmelsen att fyra styrelseledamöter ska föreslås av arbetsmarknadens parter tas bort.

Summary

Our general view

The Swedish Government and Riksdag (parliament) have stated that the National Pension Funds – the AP-funds – are to administer allocations in such a way as to ensure the greatest possible benefit to the pension system. The aim is a high rate of return in the long term in relation to the investment risk. The funds are not to be used for the achievement of industrial policy or economic policy goals. The AP-funds are, however, required to take environmental and ethical considerations into account in their investment activities without deviating from the overall objective of a high rate of return. The task of the present committee has been to evaluate how the funds have lived up to their obligations in this respect and the way this has been reflected in their corporate governance.

In our view, the AP-funds have dealt commendably with this task. However, it is desirable that the assignment be more closely defined and that working methods be further improved. In future, the funds should work more proactively and seek to integrate sustainability aspects into the investment management process. To consolidate and strengthen confidence, the funds' governing boards should adopt, follow up and communicate a set of basic values or principles for how the funds should operate. Further resources need to be set aside for the purpose of analysing and following up the governing boards' governance practices. Finally, the AP-funds' governing boards should be appointed on the basis of a professional nomination process.

The work so far

In recent years, interest in what is usually referred to as “sustainable” or “responsible” investment has increased significantly among institutional investors both in Sweden and abroad. Extensive international cooperation has developed, partly within the UN, where the AP-funds have played an active role. A wide range of terms and designations are used in this sphere. We have chosen to confine ourselves principally to the term ESG (*Environment, Social, Governance*), which is internationally established and which in our view best encompasses both the role of the AP-funds and our own remit.

This area of activity is still developing rapidly. Nevertheless, fairly extensive research has been conducted internationally on ESG impact and it would seem that taking ESG-factors into consideration is more likely to boost than to reduce returns, although it is difficult to draw any unequivocal conclusions in this respect. The various funds have to some extent chosen different approaches and profiles when working in this area, and have developed methods and procedures both jointly and separately. The efforts of some of the funds have attracted international attention. Returns on the AP-funds’ investments have not had any demonstrably adverse effects, and administrative costs have been kept down. In a number of cases, the activities of the AP funds – and of other investors – have led to improvements in the enterprises owned by the funds and also to closer consideration of environmental and ethical issues in these enterprises.

While the AP-funds have worked well in this sphere, there is potential for further growth and improvement in some respects. The committee would, however, like to begin by making clear that the basic task of the funds – to help ensure good pension levels through high returns, which in turn ensures the wellbeing of pensioners both present and future – is in itself a fundamental ethical objective.

Our proposals

1. The funds' overall objective is to create security in the national pension system. This is to be achieved by means of high rates of return in the long term. Without deviating from this overall objective, the funds are also required to consider environmental, ethical and other sustainability aspects. This can be made clear by incorporating the provisions regarding ESG consideration – which have hitherto been present only in the preparatory material – into the relevant law, i.e. the Public Pension Funds Act (2000:192).
2. The problems that have beset the international finance markets in the autumn of 2008 have made abundantly clear the importance of confidence in financial activities. For institutions like the AP-funds *public confidence* is even more crucial. Pensions management is a complicated field of activity that most people are unable to follow and assess in detail. Where knowledge fails, confidence must take over, and confidence is built on factors such as levels of skill, transparency and integrity. The funds must proceed from this perception in their working methods, organisation and communication.
3. The funds must define a set of principles or *basic values* on which to base their activities, incorporating ESG aspects. This will involve formulating clearly and coherently the key values that are to inform the way they proceed in their investment activities. For the AP funds – which act on behalf of all Swedish citizens – these basic values must be communicable and must have broad public support. A natural starting point for the development of such values is the perspective of agency reflected in the Swedish Constitution's Instrument of Government – aiming to promote the freedom and welfare of citizens so as to enable them to act independently, and to support them in this endeavour. This also includes ensuring a good environment for present and future generations. The international conventions that Sweden has signed represent a practical expression of these basic values and may therefore be viewed as further starting points for the funds' work on developing a set of fundamental principles. The funds should actively communicate their basic values to the public and describe how these govern their investment activities.

4. We take the view that ESG aspects represent both risks and opportunities that can be confronted and exploited respectively by *integrating* them into ongoing analytical and management processes as far as possible, instead of treating them as a separate issue. Developing methods for analysing and applying ESG-aspects in investment activities and corporate governance is in many respects a complicated endeavour that necessarily proceeds by stages. What is important is to ensure that there is a clearly defined target to work towards and that there are strategies for reaching it. How quickly and by what precise means progress is to be made in this direction must be up to the AP funds themselves to decide, although they must be able to show why they have chosen a particular course in this respect.
5. The AP-funds have formulated requirements for corporate information in an exemplary manner in their *ownership policies*. These have to be followed up and further developed in accordance with market developments. One step is to proceed from the information acquired in this way and develop strategies for future investments taking into account ESG-aspects. One such course might be to develop a strategy for the fund portfolio's total carbon emission count.
6. It should be the task of the *governing boards* to adopt a set of fundamental values and on the basis of these principles to establish and follow up how the funds are to operate.
7. In light of the board assignments, the question arises of how the board members are recruited, how they work and how they are paid. In future, the Government should appoint board members on the basis of recommendations from a government-appointed, professionally active and broad-based *nominating committee*. Boards must be allowed to have fewer than the nine members currently stipulated by law.
8. The provision requiring a given number of board members to be nominated by trade unions and employers' organisations (social partners) should be abolished.
9. External *evaluations of the boards'* work should be undertaken regularly, in line with standard practice in the business sector in

recent years, and should serve as a basis for the work of the nominating committee.

10. Sufficient *resources* should be set aside for the purpose of securing the requisite procurement skills and quality in work with ESG-issues. This applies to information gathering, analysis, dialogue and follow-up.
11. Opportunities should be created for broadening *cooperation* between the AP-funds on ESG-issues without this conflicting with the independence of each individual fund, as called for by central government. This applies for instance to ESG-dialogues with Swedish enterprises.
12. *Ownership* is the foundation on which the influence of the AP-funds rests. This should be exploited as effectively and determinedly as possible. A well-developed ownership policy – which each of the First-Fourth AP-Funds has formulated separately – is essential in this respect. Ownership and investment policies embracing ESG-aspects should be considered for all types of assets, not just listed shares, and must be followed up regularly.
13. The restriction on the *Seventh AP-Fund's* right to vote in respect of its share holdings should be removed. Other regulatory restrictions preventing the funds from playing an active ownership role should be reviewed. The funds' ownership role should otherwise be defined in such a way as to strike a balance between an investor perspective and a long-term ownership perspective.
14. The principles governing *board and management remuneration and compensation* are ownership issues with important confidence-related implications, for the funds themselves, for the enterprises concerned and for the business sector as a whole. The funds must continue to actively encourage the development of a remuneration system that is moderate and transparent and provides incentives for well-judged risk-taking. The way incentives for the funds' own employees are constructed will also have an impact on how ESG-aspects are dealt with and on the extent to which public confidence is maintained.

15. The funds' ESG work should be *evaluated* regularly. The Government's annual evaluation process, therefore, should also encompass these aspects of the funds' operations. This is in line with the idea that ESG analyses need to be integrated into the work of the funds.
16. We propose that the Public Pension Funds Act (2000:192) be *revised* on five counts:
 - The preparatory text requiring the funds to take environmental and ethical considerations into account is incorporated into the text of the law.
 - A nominating committee is responsible for recruiting the members of governing boards.
 - The restrictions concerning the Seventh AP Fund's voting rights are removed.
 - The number of board members is to be nine at the most
 - The provision requiring four board members to be proposed by the social partners is abolished.

Författningsförslag

Förslag till lag om ändring i lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder)

Härigenom föreskrivs i fråga om lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder)

dels att 3 kap. 3 § och 5 kap. 4 § ska upphöra att gälla,

dels att rubriken närmast före 5 kap. 4 § ska utgå,

dels att det i lagen ska införas en ny paragraf 3 kap. 3 a § av följande lydelse,

dels att det i lagen ska införas en ny paragraf 4 kap. 2 a § av följande lydelse,

dels att rubriken närmast före 4 kap. 2 a § ska lyda ”Hållbar utveckling”,

dels att 3 kap. 1, 2 och 5 §§ samt 5 kap. 6 § ska ha följande lydelse.

Nuvarande lydelse

Föreslagen lydelse

3 kap.

1 §

För var och en av Första–Fjärde AP-fonderna skall det finnas en styrelse. Varje styrelse *skall* bestå av nio ledamöter.

Styrelsen ansvarar för fondens organisation och förvaltningen av fondens medel.

Styrelsen företräder fonden. Detta gäller också inför domstol.

För var och en av Första–Fjärde AP-fonderna skall det finnas en styrelse. Varje styrelse *ska* bestå av *högst* nio ledamöter.

2 §

Styrelsens ledamöter utses av regeringen.

Styrelsens ledamöter utses av regeringen *efter förslag från en nomineringskommitté som har utsetts enligt 3 a §.*

Regeringen utser en ledamot till ordförande och en ledamot till vice ordförande.

Ledamöterna skall utses på grundval av sin kompetens att främja fondförvaltningen.

Ledamöterna skall vara svenska medborgare. Den som är underårig eller som har förvaltare enligt 11 kap. 7 § föräldrabalken får inte vara ledamot. Detsamma gäller den som är i konkurs eller har näringsförbud enligt lagen (1986:436) om näringsförbud.

3 a §

För Första–Fjärde AP-fonderna ska det finnas en nomineringskommitté med bred samhällsförankring som utses av regeringen på grundval av sin kompetens att identifiera och rekrytera styrelseledamöter.

5 §

Regeringen får entlediga en ledamot i förtid. En ledamot *skall* entledigas i förtid, om ledamoten *eller den som enligt 3 § första stycket föreslagit ledamoten*, begär det. Om en ledamot entledigas eller hans uppdrag annars upphör i förtid, *skall* en ny ledamot utses enligt 2 och 3 §§ för den återstående tiden.

Regeringen får entlediga en ledamot i förtid. En ledamot *ska* entledigas i förtid, om ledamoten begär det. Om en ledamot entledigas eller hans uppdrag annars upphör i förtid, *ska* en ny ledamot utses enligt 2 § för den återstående tiden.

4 kap.**2 a §**

Första–Fjärde AP-fonderna ska i sin placeringsverksamhet, med bibehållande av målet enligt 1 §, ta hänsyn till miljö, etik och andra hållbarhetsaspekter.

5 kap.**6 §**

Följande bestämmelser i denna lag för Första–Fjärde AP-fonderna skall gälla också i fråga om Sjunde AP-fonden:

- 3 kap. om fondernas ledning utom 3 § första stycket, – 3 kap. om fondernas ledning,
- 4 kap. 1 § andra stycket om mål för placeringsverksamheten med den avvikelsen att det för förvaltningen av Premievalsfonden inte krävs att den totala risknivån skall vara låg,
- 4 kap. 2 § om verksamhetsplan utom vad gäller riktlinjer för utövande av rösträtt i enskilda företag, och
- 4 kap. 18 § första stycket om förvaltningsuppdrag.

1 Bakgrund

1.1 Dags att utvärdera

I samband med reformeringen av pensionssystemet år 2000 fastslogs att AP-fondernas uppdrag är att åstadkomma hög avkastning på de fonderade pengarna i syfte att bidra till goda pensioner. I den nya lagens förarbeten påpekades därutöver att fonderna också skulle ta hänsyn till miljöaspekter och till etiska dimensioner i sin placeringspolitik, utan att göra avkall på målet om en hög avkastning.¹ År 2005 påpekade Riksdagens finansutskott att erfarenheterna av arbetet med etik och miljö inom AP-fonderna borde utvärderas.² Inom ramen för regeringens årliga utvärdering av AP-fondernas verksamhet året därpå, förutskickade regeringen att en offentlig utredning skulle tillsättas för att genomföra denna utvärdering. Det kan också nämnas att Landsorganisationen (LO) år 2007 i brev framförde till regeringen att riksdagen borde besluta om en ram för AP-fondernas etiska riktlinjer och ägarpolicy.

Detta resulterade i det uppdrag som kommittén har fått och som här avrapporteras.

1.2 Utredningens uppdrag

I regeringens uppdrag (*se bilaga 1*) anges att utredningen ska "utvärdera första till fjärde och sjunde AP-fondernas riktlinjer för miljö och etik samt riktlinjerna för bolagsstyrning" Inom den ramen ska innefattas en beskrivning av hur kapitalplaceringar på grundval av sådana premisser bedrivs i dag av kapitalförvaltare i Sverige och utomlands. Vidare ska kommittén bedöma om och i så fall på vad sätt denna typ av hänsyn påverkat AP-fondernas huvudmål, dvs. avkastningen, och om och hur det påverkat de företag

¹ Prop. 1999/2000:46 "AP-fonden i det reformerade pensionssystemet".

² "Redovisning av AP-fondernas verksamhet 2003". 2004/2005: FiU 6.

som fonderna investerar i. Utredningen ska också diskutera kravet att AP-fonderna ska arbeta på ett sätt som inger förtroende hos allmänheten. En del av detta handlar om hur de bör utöva sin ägarroll och vilka möjligheter de bör ha för att göra detta. Slutligen ska utredningen föreslå förändringar i fondernas riktlinjer om man finner det motiverat, givet det i lag och förarbeten givna uppdraget till AP-fonderna, med hög långsiktig avkastning som grundläggande mål, och givet att inte förutsättningarna för utvärdering av fondernas verksamhet försämrats.

Ett utredningsuppdrag av det här slaget innebär möjlighet till olika angreppssätt och till prioritering av olika aspekter. Kommittén har lagt huvudvikten vid ett antal övergripande aspekter på ”hänsyn till miljö och etik”. Däremot har kommittén inte sett som sin uppgift att gå igenom och utvärdera enskilda fall, gå in i mer tekniska metoddiskussioner eller att formulera operativa råd.

När det gäller bolagsstyrningsfrågorna, som i direktiven nämns i generella termer och med ersättningsfrågor som exempel, har det enligt kommitténs uppfattning varit naturligt att koncentrera arbetet till de aspekter som kan bedömas antingen ha tydlig koppling till företagets sätt att hantera etiska krav och miljöhänsyn, eller som har specifik betydelse för allmänhetens förtroende för AP-fonderna. Kommittén har däremot inte sett som sin uppgift att försöka göra en genomgång av bolagsstyrningsproblematiken i hela dess vidd, i synnerhet som en sådan bred analys relativt nyligen genomfördes inom ramen för Förtroendekommissionens arbete.³

Avslutningsvis bör nämnas att uttrycket ”AP-fondernas riktlinjer” kan tolkas antingen som regeringens och riksdagens riktlinjer till fonderna eller de riktlinjer fonderna själva utarbetar för arbetet med etik- och miljöaspekterna. Enligt vår uppfattning är bägge dessa led i högsta grad relevanta, samtidigt som de också kan sägas betinga varandra. Vi kommer därför att diskutera bägge dessa aspekter. Det kommer att framgå av sammanhanget vilken aspekt som diskuteras i det enskilda fallet.

1.3 Ökat fokus på etik och miljö

Att ett antal år gått sedan AP-fonderna fick ett delvis nytt uppdrag är i sig ett gott skäl att utvärdera hur uppdraget hanterats och vilka effekter det fått. Frågorna om mänskliga rättigheter, om miljö-

³”Näringslivet och förtroendet” SOU 2004:47.

hänsyn med mera när det gäller finansiella placeringar och bolagsstyrning har på senare år fått kraftigt ökat uppmärksamhet, inte minst internationellt. Ökat fokus på barnarbete, på korruption och på olika former av diskriminering har påverkat tänkesätt och agendor. På miljöområdet har klimatfrågan intagit en huvudroll på den politiska scenen. Det senaste decenniet har också bjudit på ett antal s.k. företagsskandaler, både i Sverige och på andra håll, där företagsledningarna mer eller mindre självvåldigt gynnat sig själva på andra intressenters bekostnad. Detta har satt fokus på bolagsstyrningsfrågorna och på vikten av aktiva ägare.

Detta har lett till reaktioner från allmänheten och till åtgärder från företag, från internationella organisationer, från stater och från frivilligorganisationer. Bland företagen har begreppet *Corporate Social Responsibility* (CSR), kommit i fokus, dvs. en förväntan att företag på eget initiativ, och utöver vad lagstiftningen kräver, tar ansvar för sin roll i och påverkan på samhället. Det kan handla om att säkerställa att företaget inte genom sin verksamhet medverkar till kränkningar av mänskliga rättigheter, att försäkra sig om att godtagbara arbetsvillkor råder även i produktionsländer där arbetslagstiftningen är svag eller inte efterlevs, ett aktivt miljöarbete etc.⁴ "CSR" är den oftast förekommande beteckningen, även om det finns varianter som uttrycker i huvudsak detsamma.

På investerarsidan motsvaras detta av begreppet *Socially Responsible Investment* (SRI), som är den beteckning som oftast används. På svenska brukar man tala om "hållbara"⁵ eller "ansvarfulla" investeringar. De centrala beståndsdelarna i detta brukar i sin tur betecknas med "ESG", vilket står för *Environment, Social, Governance*. Det är alltså miljöhänsyn, frågor kring mänskliga rättigheter och arbetsvillkor, och bolagsstyrning som är de tre pelare som ett ansvarsfullt investerarbeteende vilar på.⁶

På det multilaterala planet har dessa frågor diskuterats och även kodifieras i en rad olika sammanhang; inom FN och dess under-

⁴ Statligt ägda företag i Sverige är numera skyldiga att redovisa sitt arbete med etik, miljö, jämställdhet mm. Noteras kan också att Sverige och Kina nyligen slutit ett unikt avtal angående CSR-samarbete. (se: www.swedenabroad.com/Page_20803.aspx)

⁵ "Hållbarhet" och "hållbar utveckling" brukar generellt definieras som att utnyttja jordens resurser på ett sätt som inte negativt påverkar kommande generationers möjligheter att utnyttja resurserna. Hållbarhetsbegreppet fördes fram i samband med Rio-konferensen 1992, och var då helt fokuserat på miljöaspekter. Senare har begreppet fått ett successivt vidare innehåll och innefattar numera frågor av exempelvis social och etisk karaktär.

⁶ Ibland talar man om enbart "responsible" eller om "sustainable investments". Floran av näraliggande begrepp kan ses som ett uttryck för situationen på ett område som fortfarande söker sina former, avgränsningar och exakta definitioner, men avspeglar också en konkurrens mellan olika synsätt och tolkningar.

organ ILO, inom OECD och EU när det gäller mellanstatliga samarbeten, men också inom exempelvis ICC (International Chamber of Commerce) och ISO.

Inom FN lanserades 1999 av dåvarande generalsekreteraren Kofi Annan nio principer (som några år senare utökades till tio) på basis av ett antal centrala konventioner, som riktar sig till företag under namnet "Global Compact" (se faktaruta). Tanken med Global Compact är att företag tecknar ett avtal med FN och dess generalsekreterare att arbeta efter dessa principer. Det unika med detta förfaringssätt är att företag avtalsmässigt förbinder sig att följa innehållet i centrala konventioner, konventioner som ju i sig bara riktar sig till stater.

Global Compact är ett frivilligt FN-initiativ för att främja att företag bedriver sin verksamhet med hänsyn till tio universellt etablerade principer. De tio principerna bygger på internationella konventioner inom områdena:

- Mänskliga rättigheter
- Arbetsrätt
- Miljö
- Korruption

Kraven för att vara med i Global Compact är att:

- Företagets VD skickar ett brev – helst med godkännande av företagets styrelse – att man stöder principerna i Global Compact till FN:s Generalsekreterare. Detta innebär att företaget ska:
- Se till att inkorporera Global Compacts principer i sin företagsstrategi och arbeta för att principerna blir en del av företagskulturen i det dagliga arbetet.
- Åta sig att offentligt stå upp för Global Compact och dess principer.
- I sin årsredovisning redogöra för hur de stödjer och arbetar för Global Compact och de tio principerna.

Mer information om Global Compact finns på
(www.unglobalcompact.org)

Arton svenska företag som ställt sig bakom bl.a. Global Compact har i samarbete med Utrikesdepartementet bildat gruppen "Globalt Ansvar", ett initiativ som togs av regeringen år 2003 syftande till att främja svenska företags arbete för mänskliga rättigheter, grundläggande arbetsvillkor, bekämpande av korruption och en bättre miljö. Utgångspunkten för Globalt Ansvars verksamhet är de internationella konventioner och normer för företag som formuleras i OECD:s riktlinjer för multinationella företag och i FN:s Global Compacts tio principer.

Mer information om Globalt ansvar finns på
www.regeringen.se/sb/d/2657/a/14557

2006 lanserades de sex principer för s.k. ansvarsfulla investeringar och som riktar sig till investerare, under namnet ”*Principles for Responsible Investment*” (PRI).

De sex principerna hade i maj 2008 undertecknats av 362 finansiella företag, däribland AP-fonderna, som tillsammans förvaltar tillgångar till ett värde över 14 triljoner USD.⁷ I oktober 2008 hade antalet undertecknare växt till 441 stycken. PRI utgör också ett samarbetsforum mellan deltagarna, bl.a. finns ett gemensamt, internetbaserat forum eller ”clearinghouse” för diskussioner och erfarenhetsutbyte och kontaktskapande.

PRI – principerna

1. We will incorporate ESG issues into investment analysis and decision-making processes.
2. We will be active owners and incorporate ESG issues into our ownership policies and practices.
3. We will seek appropriate disclosure on ESG issues by the entities in which we invest.
4. We will promote acceptance and implementation of the Principles within the investment industry.
5. We will work together to enhance our effectiveness in implementing the Principles.
6. We will each report on our activities and progress towards implementing the Principles.

In signing the Principles, we as investors publicly commit to adopt and implement them, where consistent with our fiduciary responsibilities. We also commit to evaluate the effectiveness and improve the content of the Principles over time. We believe this will improve our ability to meet commitments to beneficiaries as well as better align our investment activities with the broader interests of society.

We encourage other investors to adopt the Principles.

⁷ ”PRI Report on Progress 2008” UNEP Finance Initiative. I rapporten konstateras, förutom att antalet undertecknare växt snabbt, att implementeringen av principerna varit snabb och framgångsrik.

Framväxt av placerarnätverk och allianser

Ansvarsfulla investeringar är ett område där såväl handfast aktivitet som teoretiskt och metodmässigt tänkande pågått ett antal år, men det är fortfarande ett område där erfarenheterna ändå är relativt begränsade, informationsunderlaget ibland bristfälligt och metodiken långtifrån ”färdig”. Detta gör att det finns ett stort behov av informations- och erfarenhetsutbyte mellan investerarna. Dessutom finns det ofta behov av samarbete mellan olika investerare för att påverka portföljföretagen. Detta är inte unikt för etik/miljöområdet; det typiska för en institutionell investerare är att vara minoritetsdelägare, och samarbete är generellt en förutsättning för att kunna påverka som ägare.

Mot den bakgrunden är det inte förvånande att det under senare år växt fram ett antal mer eller mindre formaliserade samarbeten mellan större eller mindre grupper av investerare. Det handlar också i många fall om en samverkan mellan investerare och portföljföretag, eftersom även de senare har ett intresse av att enhetliga standarder etc. kan utvecklas.

Utöver PRI finns flera internationellt samarbetsinitiativ, som en eller flera fonder deltar i. Ett sådant, där samtliga deltar, är *Carbon Disclosure Project* (CDP), som är ett samarbetsprojekt för att öka företagens medvetande om klimatförändringar. Genom projektet påverkar institutionella investerare företagen att rapportera på ett mer transparent sätt kring strategier för klimatfrågor, och att bättre dokumentera nyckeltal som kan visa på förbättringar. CDP syftar till att effektivisera datainsamlingsprocessen genom att ett stort antal investerare kollektivt skriver under en gemensam förfrågan om data och rapportering om utsläpp av växthusgaser. Första februari 2007 skickades den femte omgången formulär ut till 2 400 företag från 280 institutionella investerare som sammanlagt representerar över 41 miljarder dollar. Svaren görs fritt tillgängliga på en webbsida och formulären har haft en svarsfrekvens kring 80–90 procent de senaste åren.

Ytterligare ett internationellt initiativ som fonderna stödjer är initiativet för transparens inom utvinningsindustrierna, framför allt oljebolag, benämnt *Extractive Industries Transparency Initiative* (EITI). Tillsammans med ett 70-tal andra investerare har fonderna formellt gett sitt stöd till EITI, vilket signalerar till länder och bolag med utvinningsverksamhet att ägare förväntar en tydlig och transparent redovisning av intäkterna. Behovet är särskilt stort i

länder med rika naturresurser men svaga regeringar. Tydligare rapportering av inkomster från värdländerna, liksom att företagen rapporterar vad de betalar, ökar transparensen i samhället och bidrar till bättre villkor för ekonomisk styrning.

1.4 Dolda agendor ?

Våra värderingar och andras värderingar

Är det rätt och rimligt att kräva att företag i andra länder ska underkasta sig svenska eller västerländska regler och värderingar för att anses acceptabla? Med vilken rätt, kan man fråga, ska Sverige, USA eller något annat land tala om och föreskriva för resten av världen vad som är det rätta och det goda? Är inte detta att se som ett etnocentriskt eller besserwisseraktigt beteende?

Ett sätt att hantera detta kan vara att ta utgångspunkt i sådana regler och konventioner som är accepterade av en stor grupp av länder, och från alla världsdelar, företrädesvis inom FN:s ram. Med regler som är globalt accepterade skulle man kunna säga att problemet åtminstone i formell mening är löst. Å andra sidan är mycket av den filosofiska och ideologiska grunden till huvuddelen av de internationella konventionerna rotad i västerländskt tänkande, i vid mening. Internationella konventioner kan dessutom uppfattas, tolkas och tillämpas olika. Om normer och regler bara har en genuin förankring i den vita, kristna och rika världen kan det kvarstå ett latent legitimitetsproblem.

Det är således viktigt att inse att tillämpandet av etiska principer på global nivå är en komplex fråga samtidigt som detta inte behöver leda till slutsatsen att värderativism skulle vara den enda möjliga hållningen. Samhällen, liksom enskilda individer, kan stå för sina egna värderingar och samtidigt inse och respektera andras. Det finns dock värden som alla i den globala affärsvärlden borde ha goda skäl att omfatta.⁸

⁸Thomas Donaldson och Thoams W. Dunfee har diskuterat begreppet "hypernorms", beskrivna som " - - principles so fundamental that they constitute norms by which all others are to be judged. Hypernorms are discernible in a convergence of religious, political and philosophical thought... "When ethics travel: the promise and peril of global business ethics" by Thomas Donaldson and Thomas W. Dunfee, California Management Review, Summer 1999; 41).

Protektionism

En besläktad problemställning gäller risken att etiska och miljömässiga krav i realiteten kan bli en förevändning för att hindra konkurrens och frihandel. Den handelspolitiska historien inrymmer åtskilliga inslag där utländska eller andra icke-önskvärda konkurrenters påstådda osunda och orättfärdiga affärsmetoder utmåls som en "orättvis" konkurrens som bör motverkas med politiska ingrepp. Det är viktigt att hålla isär vad som kan vara berättigade, etiskt grundade krav och vad som är maskerad egennytta.

Statsnytta

De risker för etnocentriskt och protektionistiskt beteende som kan uppstå om man från svenska investerares sida avkräver andra länders företag anpassning till svenska/västerländska värderingar har på senare tid fått en ny dimension. Det handlar om s.k. *Sovereign Wealth Funds*, helt eller delvis statliga kapitalplaceringar, företrädesvis från icke-OECD-länder, som på basis av mycket omfattande kapitaltillgångar i växande grad går in som ägare av stora och strategiska företag i USA och Europa. Även om det i ett världsekonomiskt perspektiv i grunden är naturligt och önskvärt att dessa kapitaltillgångar får en produktiv användning och bidrar till att finansiera utveckling av företagen, har det funnits farhågor för att dessa fonder i sin placeringspolitik ska styras inte enbart av finansiella kriterier utan också av politiska mål.

Här finns beröringspunkter med frågan hur och vem som ska formulera fondernas etiska utgångspunkter som kommer att diskuteras i kapitel 5, graden av formell och reell självständighet från den politiska makten, och huruvida fonderna, särskilt på den internationella arenan, mot den bakgrunden kan uppfattas som styrda av en politisk agenda eller ej.

"Window Dressing"

Uttryck som "etisk standard", "miljömedvetenhet" och "hållbarhet" när företag beskriver sig själva och sin verksamhet kan bli attribut som man av opportunistiska skäl infogar i sin marknadsföring och sitt varumärkesbyggande. Huvudsyftet är då att skapa ett *intryck* av etisk och miljömässig medvetenhet snarare än att seriöst förändra och utveckla sitt sätt att arbeta. Resultatet blir i så fall uppvisningar i politisk korrekthet och "corporate bullshit" snarare än verklig utveckling. Därför är det viktigt att utveckla och kommunicera tydliga normer, begrepp och måttstockar och att utveckla genomlysning och reviderbarhet. Här kan initiativ som GRI (*Global Reporting Initiative*) spela en viktig roll. Aktiva massmedia har också stor betydelse för att uppnå den transparens som är nödvändig för att kunna skilja seriöst arbete från mindre seriöst.

2 Omvärldsförändringar

Kommitténs bedömning: AP-fonderna tagna tillsammans tillhör världens sex största statliga pensionsförvaltare. En begränsad men växande andel av kapitalet i den europeiska pensionsindustrin, som i sig är växande, förvaltas med uttryckliga hänsyn tagna till hållbarhetsaspekter. Verksamheten är ännu inte fullt utvecklad. Genom deltagande i internationella nätverk, som FN:s principer för ansvarsfulla investeringar, sprids erfarenheter och information om god praxis. Det är positivt att AP fonderna deltar i sådana nätverk.

2.1 Växande globala kapitalmarknader

Globaliseringen har de senaste 10–20 åren satt sin prägel både på den reala och på den finansiella ekonomin. Globaliseringen innebär stora ekonomiska fördelar, men också växande risker och därmed växande krav på institutionella investerare, liksom på andra, att kunna bedöma och hantera dessa risker – utvecklingen under hösten 2008 visar tydligt att detta är lättare sagt än gjort. Ett grundläggande problem för en placerare är att det av uppenbara skäl är svårare att bevaka och bedöma utvecklingen i ett stort antal företag i ett stort antal länder än att bara bevaka företag på sin hemmarknad. Och eftersom ”hemmaföretagen” alltmer har sin verksamhet utanför Sverige växer informations- och bedömningsproblemen även när det gäller dem. En snabbt växande flora av ofta komplexa finansiella instrument där riskbilden kan vara svår att genomskåda adderar till transparensproblemen och gör riskbilden svårbedömd.

Att ta in, jämföra och värdera information om företag världen över innebär många svårigheter, men när det gäller tekniska, juridiska och finansiella förhållanden finns ändå en hel del fakta, doku-

mentation och siffror att tillgå. När det däremot gäller ESG-frågor blir det oftast svårare. I den mån rimligt säkra data överhuvudtaget funnits, har det saknats etablerade mät- och värderingsmetoder. På senare år har dock viktiga initiativ tagits, kanske framför allt inom ramen för *Global Reporting Initiative (GRI)*, som etablerar en internationell plattform för rapportering av denna typ av data.¹ Icke desto mindre är det en lång väg att gå innan data och information om miljöförhållanden, hävdandet av mänskliga rättigheter etc. når samma säkerhet och jämförbarhet som traditionella finansiella data. Detta innebär med andra ord en stor utmaning för AP-fonderna, liksom för andra investerare med ambition att ta in denna typ av aspekter i sin målfunktion, både när det gäller att utveckla ett förhållningssätt och praktiskt fungerade, rimligt kostnadseffektiva metoder att omhänderta detta.

1–4 AP-fondernas samlade tillgångar var vid årsskiftet 2007–2008 nästan 900 mdkr.² Det handlar alltså om i och för sig avsevärda finansiella resurser. Samtidigt utgör detta en mycket liten del av den globala kapitalmarknaden. Denna marknad kan definieras och avgränsas på olika sätt, vilket gör att man kan komma fram till olika stora belopp. Enligt den undersökning kommittén låtit göra uppskattas omfattningen av den totala globala kapitalmarknaden, i princip det summerade värdet av utestående aktier, obligationer och andra värdepapper, till 123,6 triljoner³ dollar, per den 31 december 2007.⁴ Uppdelat på de två huvudkategorierna aktier respektive räntebärande instrument faller 31 procent på aktier och 63 procent på räntebärande instrument. I undersökningen återges också två alternativa uppskattningar, gjorda av konsultföretaget McKinsey's respektive New Zealand Superannuation Fund, som uppskattar den samlade globala portföljen till 167 respektive 74 triljoner dollar.

Den samlade volymen av "pensionstillgångar" – innefattande både offentliga och privata pensionstillgångar – beräknades vid slutet av 2006 till 26 triljoner dollar, dvs. drygt 20 procent av den totala tillgångsportföljen, om man räknar på den förstnämnda uppskattningen ovan. Av detta utgjorde "public pensions", dvs. den

¹ Man kan även nämna *Enhanced Analytics Initiative*, ett samarbetsinitiativ för forskning när det gäller "extra-finansiella" data. (www.enhancedanalytics.com). För mer information om GRI, se <http://www.globalreporting.org/Home>

² Redovisning av AP-fondernas verksamhet t.o.m. 2007. Skr. 2007/08:130.

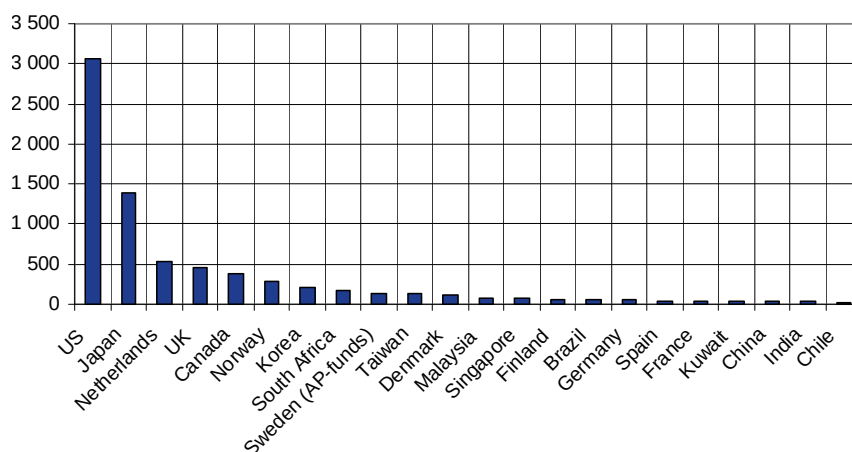
³ En triljon = 1 000 miljarder.

⁴ Mercer: "Capital Markets Size and Participants and Responsible Investing for Large Institutional Investors". (Bilaga 4 till utredningen).

kategori AP-fonderna tillhör, cirka två tredjedelar, dvs 17 triljoner dollar. Denna fördelning har varit stabil under ganska lång tid.

Ser man till storleksförhållandena för de olika institutioner som verkar på denna marknad, kan man se att amerikanska aktörer är överlägset flest – 46 stycken – och sammantaget störst; deras samlade förvaltningsvolym uppgår till över tre triljoner dollar, medan AP-fonderna sammantaget (inklusive AP6 och AP7) förvaltar cirka 135 miljarder dollar. Ser man till förvaltande institutioner finns AP1–AP4 med bland världens 100 största förvaltare, placerade i intervallet mellan 81:a och 91:a plats. Räknar man samman tillgångarna hamnar man på elfte plats i rankning efter storlek.

Diagram 2.1 Världens 100 största institutionella placerare grupperade efter nationell tillhörighet (miljarder dollar)



Källa: Mercer.

Går man ytterligare ett steg och ser på *statliga pensionsförvaltare* beräknas summan av det förvaltade kapitalet till 937 miljarder dollar hos den i särklass största aktören, den Japanska pensionsfonden, per december 2006. Notervärt är att den norska pensionsfonden var den näst största med cirka 286 miljarder dollar i förvaltad kapital.⁵ AP-fonderna tagna var för sig kommer inte in

⁵ I grunden är dock den norska pensionsfonden, trots namnet, att se som en s.k. Sovereign Wealth Fund snarare än en pensionsfond, eftersom det handlar om en fondering av oljeinkomster.

bland världens tio största statliga pensionsförvaltare, men om de räknades samman skulle man nå en sjätteplats. I rapporten framgår för övrigt att Sverige är det enda land som har mer än en statlig pensionsfond

2.2 Några drag i strukturutvecklingen

Ökat institutionellt ägande

Finansmarknaderna har genomgått både en kraftig tillväxt och en strukturell metamorfos under de senaste decennierna: en tidigare i huvudsak nationell, skyddad och hårt reglerad marknad har blivit internationell, konkurrensutsatt och marknadsstyrd. Produktutvecklingen har varit snabb, liksom utvecklingen av tekniken för att hantera och distribuera tjänsterna.

En aspekt av denna förändringsprocess avspeglas i en ökning av det s.k. institutionella ägandet. I USA var år 1970 omkring 20 procent av börsaktierna ägda av institutioner, 2005 var motsvarande siffra över 50 procent. Motsvarande process har ägt rum även i andra utvecklade länder, och Sverige är inget undantag. 1950 ägdes ungefär 75 procent av börsvärdet av privatpersoner, medan 25 procent ägdes av institutioner. 1985 var siffrorna de omvända. Utvecklingen sedan dess innebär ett fortsatt fall ner mot nivån 15 procent för det privata ägandet. Andelen har sedan millennieskiftet legat stabilt kring 13–14 procent. Till en del handlar detta om en avspeglning av marknadernas internationalisering; det ökade utländska ägandet som steg kraftigt från 1990 och framåt, handlar oftast om just ett institutionellt ägande. Till en annan del handlar det om förändringar i de underliggande sparmönstren i samhället, med ett ökat sparande i olika typer av aktie- och blandfonder och av försäkringssparande, vilket också bidrar till att aktieägandet institutionaliseras.

Utvecklingen har bland annat inneburit att förutsättningarna för styrningen av företagen har förändrats; den debatt kring bolagsstyrning och bolagskoder som förts under senare år handlar till betydande del om behovet ett aktivt ägarskap samtidigt som en institution – exempelvis ett försäkringsbolag, ett fondbolag eller en pensionsfond – till skillnad från en enskild ägare inte hanterar – och riskerar – sina egna pengar utan sina kunders och förmåns-tagares pengar. En annan grundläggande egenskap är att insti-

tutioner sällan är majoritetsägare och oftast inte heller strävar efter att bli det.

Ett aktivt ägarskap är viktigt för företagen och för näringslivet; om företagen i allt högre grad ägs av institutioner och om dessa är passiva, innebär detta risker för att bolagsledningarna får ett för stort inflytande och en alltför skyddad ställning, något som manifesterats i ett antal s.k. företagsskandaler på skilda håll i världen.

"Universal Owners"

Att vara aktiv ägare har också av andra skäl blivit allt viktigare för i synnerhet de största institutionerna. En sådan aktör kan inte utan vidare, i motsats till en liten placerare, bara arbeta med "köp-och-sälj" som affärsmetod, eftersom deras agerande ofta blir direkt kurspåverkande. Då kan det vara en bättre väg att i kraft av sin ställning som ägare aktivt påverka bolagen, för att på så sätt förbättra avkastningen på sin portfölj.

En annan grundläggande skillnad gentemot en liten placerare är att volymernas storlek kan försvåra en s.k. stockpicking-strategi, dvs. att sätta samman en portfölj genom att handplocka ett ganska begränsat antal enskilda aktier. Normalt har en institutionell placerare inte ambitionen att bli majoritetsägare i något företag. Eftersom tillgångarna är mycket stora måste det då med nödvändighet blir placerat över ett stort antal bolag – därav beteckningen "universal owners".

Att bedriva s.k. aktiv förvaltning av alla dessa placeringar är sällan kostnadsmässigt attraktivt. Huvudlinjen för de stora institutionella placerarna har blivit att i betydande grad arbeta med indexportföljer, dvs. ett brett urval värdepapper för exempelvis ett land eller en region. Större eller mindre delar av förvaltningen är dessutom ofta extern, dvs. "outsourcad" till andra kapitalförvaltare.

Den avkastning man får när man "köper hela marknaden" kommer att bestämmas av makroekonomiska snarare än av företags-specifika händelser. Detta innebär också – vilket har mycket tydlig bäring på diskussionen om hållbarhet – att om ett företag i portföljen ger god avkastning, men som delvis skapar denna genom att arbeta miljöskadligt, kan det innebära att kostnader övervältras på andra företag i portföljen, som då får sämre lönsamhet och ger investeraren sämre avkastning. Uttryckt i ekonomisk-teoretiska

termer kan man alltså säga att en stor institutionell ägare med ett brett ägarintresse får ett incitament att ta hänsyn till, eller "internalisera", s.k. externa effekter på ett sätt som annars bara staten brukar ha anledning att göra.

"Private Equity"-marknaden växer

Ytterligare en företeelse som på senare år i hög grad satt sin prägel på hela aktie- och riskkapitalmarknaden är tillväxten av den s.k. *private equity*-marknaden. Riskkapitalmarknaden kan grovt taget delas upp i två delar, dels den noterade, publika delen av aktiemarknaden där handeln med aktier sker på börser och andra organiserade marknadsplatser, dels den onoterade, privata delen. I det senare fallet handlar det antingen om små familjeföretag, där ägaren/entreprenören, hans familj och andra närstående står för riskkapitalet, eller om företag där s.k. riskkapitalister eller riskkapitalbolag går in som oftast aktiva men tidsbegränsade ägare för att ta tillvara utvecklings- och omstruktureringsmöjligheter. Centralt är att tillföra management- och marknadskunnande, liksom att optimera belåningsgrad och kapitalanvändning. Då kan det handla om att satsa i relativt små företag på tröskeln till ett bredare marknadsgenombrott (s.k. venture capital), eller om s.k. buy-outs, dvs. att köpa ut och, om det gäller börnoterade företag, avnotera dessa. Det är framför allt den sistnämnda formen av aktivitet som fått uppmärksamhet under senare år, och det är ofta det som avses när man talar om "private equity".⁶

Expansionen av private equity-marknaden har haft flera drivkrafter. Kraven från lagstiftare och tillsynsmyndigheter på öppenhet och information när det gäller publika företag och marknadsplatser har ökat markant under senare år. Även om ökad transparens i sig är positivt innebär det också dels hanteringsmässiga kostnader, dels att ett "snabbfotat" agerande kan försvåras, exempelvis när det gäller strukturförändringar.

En aktiv och väl fungerande privat riskkapitalmarknad fyller en viktig roll för näringslivet och för samhällsekonomin, inte minst som katalysator för nödvändiga strukturförändringar; private equity ger möjlighet till s.k. alignement dvs. identiska mål mellan ägare, styrelse och ledning, något som i vissa lägen är mycket värdefullt. Men samtidigt innebär en "privatisering" av riskkapital-

⁶ Den är också volymmässigt den helt dominerande delen. Se exempelvis bilaga 4.

marknaden sämre möjligheter för investerare och för andra att få reda på vad företagen gör och planerar, bland annat när det gäller etik och miljö. Dock är det intressant att notera att det, som ett svar på ett ökat tryck från allmänhet och media, nu finns en ambition i branschen, både i Sverige och på annat håll, att förbättra transparensen mot omvärld och samhälle, bland annat när det gäller ESG-frågor. På den internationella marknaden finns för övrigt vissa Private Equity-fonder med uttalad miljöprofil eller etisk profil.⁷

Eftersom verksamhetsförutsättningarna är annorlunda krävs också delvis annorlunda metoder för en investerare som vill tillämpa en hållbarhetspolicy; exempelvis att formulera krav och villkor vid rätt tillfälle i processen, vilket normalt är vid investeringstillfället. Därefter är påverkansmöjligheterna normalt mycket små.

2.3 Omfattningen av "ansvarsfullt" kapital

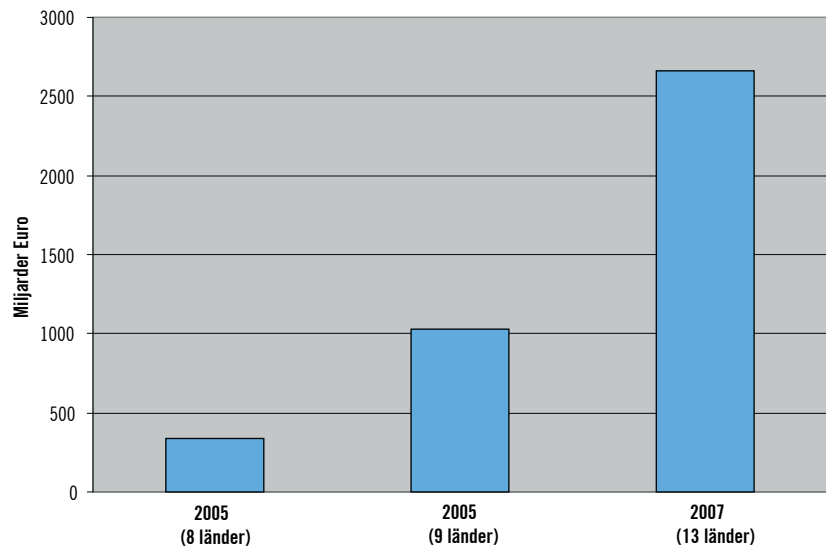
I Mercers rapport framgår att det globalt skett en tydlig ökning av den tillgångsvolym som förvaltas med någon form av uttalade hållbarhetskriterier. De två nationella marknader där aktiviteten är mest omfattande är Holland och Storbritannien. Den tillgångsklass som är främst i fokus är publika aktier, även om det sker en breddning av användningen av hållbarhetskriterier också för andra tillgångsslag. Som antytts är detta en viktig del av utvecklingen på ESG-området; hänsyn till etik- och miljöaspekter kan på sikt inte bara gälla för börsnoterade aktier utan måste också kunna tillämpas på exempelvis fastighetsinvesteringar. När det gäller Private Equity kan nämnas att de holländska pensionsförvaltarna ABP och PGGM för att tillgodose hållbarhetsaspekter bildat bolaget Alpinvest som snabbt blivit en stor och viktig investerare på Private Equity området.

I en rapport från Eurosif⁸ framgår att den kapitalvolym som förvaltas utifrån "SRI-kriterier" uppgick till nästan 2,7 triljoner dollar i december 2007.

⁷ Se Koedijk-Ter Horst (bilaga 5).

⁸ Eurosif: "European SRI Study 2008".

Diagram 2.2 Ansvarsfulla investeringar i Europa 2002–2007



Anm.: Värdena mellan olika år inte helt jämförbara, eftersom fler länder successivt kommit till.

Källa: Eurosif.

Som framgår av diagrammet har tillväxten varit snabb; noteras ska dock att för 2007 ingår de nordiska länderna i underlaget vilket inte var fallet 2005. Jämför man 2007 för samma länder som ingick 2005, handlar det ändå om en mycket tydligt tillväxt: 102 procent på två år. Som andel av den totala kapitalförvaltningen handlar det enligt Eurosifs bedömning om nära 18 procent av tillgångsmassan om man ser till summan av de tretton länder som ingår i undersökningen.⁹ Ser man till kategorin "broad SRI" är Storbritannien, Holland och Belgien de största marknaderna. "Broad SRI" innefattar både rena uteslutningsstrategier, engagemang/dialog och integration (av finansiella och av ESG-faktorer). Flera aktörer utnyttjar kombinationer av dessa ansatser.

Som antytts är exakta och helt jämförbara uppgifter svåra att få fram när det gäller omfattning och trender för investeringar där hållbarhetsfaktorer vägs in. Huvuddragen är dock ganska tydliga. Å ena sidan är det fortfarande en begränsad del av placerings-

⁹ Österrike, Belgien, Frankrike, Tyskland, Italien, Holland, Spanien, Schweiz, Storbritannien, Sverige, Norge, Danmark, Finland.

volymerna i världen och Europa som förvaltas under uttryckligt hänsynstagande till hållbarhetsaspekter. Å andra sidan är ökningen betydande både i absoluta och relativa tal, vare sig man talar i aktörstermer eller om de ekonomiska värden som berörs.

Ser vi till Sverige har Swesif, delvis som ett underlag för den europeiska studie som refererades ovan, tagit fram data för den svenska marknaden. Baserat på intervjuer med 73 företag/organisationer anges summan av investeringar där någon form av SRI-ansats används till drygt 2 400 miljarder kronor i december 2007 (motsvarande nästan 60 procent av det totala börsvärdet vid samma tidpunkt), varav den helt övervägande delen (93 procent) avser institutionella investerare. Över 60 procent av det investerade beloppet avsåg börsnoterade aktier, varav knappt hälften svenska. Notervärt är att en stor majoritet av de intervjuade kapitalförvaltarna upplevde en växande kundefterfrågan på att investera utifrån hållbarhetskriterier.

2.4 Svenska och internationella jämförelser

Som framgått är AP-fonderna långt ifrån den enda kapital- eller pensionsförvaltare som under senare år börjat arbeta systematiskt med miljö- och etikhänsyn i sin förvaltning. Det är enligt branschbedömare de institutionella investerarna som i hög grad drivit utvecklingen de senaste åren.¹⁰ Samtidigt kan man också konstatera att alla dessa arbetar på mer eller mindre olika sätt och med olika förutsättningar. Även om jämförelser alltid är intressanta och ofta relevanta, måste de alltså göras med viss försiktighet. Exempelvis är, som framskyttat, Sverige det enda land som har fyra statliga pensionsfonder, och de statliga pensionsfonder som finns i olika delar av världen är sinsemellan olika i ganska många avseenden. Förutom att de är olika stora, lever man med olika grad av politiskt inflytande, olika placeringsregler etc.¹¹ Man ska också notera att statliga pensionsfonder av den typ AP-fonderna representerar överhuvudtaget inte finns i många länder. Detta avspeglar självfallet att man valt att utforma och organisera pensionssystemen på olika sätt i olika länder.

¹⁰ Se bilaga 4.

¹¹ Se exempelvis "Governance and Investment of Public Pension reserve Funds in Selected OECD Countries" av Juan Yermo (OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions No.15, (2008)).

Sverige

De institutioner som i någon mening kommer närmast AP-fonderna i storlek på förvaltad kapital och när det gäller uppdragets karaktär är tjänstepensionsförvaltarna *Alecta* och *AMF*. En punkt där man mer tydligt skiljer sig är förvaltningsinriktningen, där man, till skillnad från AP-fonderna, inte arbetar med indexförvaltning i någon större utsträckning. Både Alecta och AMF har på senare tid mer aktivt börjat arbeta med ESG-faktorer inom ramen för placeringspolitiken. Ansatsen och förhållningssättet påminner starkt om AP-fondernas: att avkastningen är det uttryckligt överordnade målet, och att placeringar i verksamhet som bryter mot grundläggande etiska och miljömässiga krav kan hota både den långsiktiga avkastningen och den egna legitimiteten som placerare. Man utgår från internationella konventioner som bas för etiska och miljömässiga överväganden. Argumentet är att eftersom en mycket stor del av befolkningen är intressenter i förvaltningen, är det nödvändigt att de värderingar som kommer till uttryck i miljö- och etikpolicyn har en bred acceptans i samhället.¹² Skillnaden mot AP-fonderna ligger främst i det faktum att man påbörjat detta arbete först de senaste 1–2 åren.

Sedan länge har det funnits olika typer av etiska fonder på den svenska (fond)sparmarknaden, som i huvudsak vänder sig till privatpersoner, ideella organisationer m.fl. Förvaltare som *Robur* och *Banco* utformar och erbjuder dels olika typer av investeringsupplägg för olika kundgrupper, och med olika profil, dels utformar man skraddarsydda produkter för exempelvis organisationer. Deras uppdrag och verksamhet skiljer sig alltså avsevärt från AP-fondernas, men det finns ändå inslag i sättet att fånga upp, analysera och tillämpa olika slag av "hållbarhetsinformation" där det finns beröringspunkter med AP-fonderna. Exempelvis arbetar man med olika typer av s.k. screening både för att hitta företag som inte håller måttet när det gäller miljö- eller etikhänsyn, men också för att hitta företag som är branschledande vad gäller miljöarbete, mänskliga rättigheter och socialt ansvar.¹³ Man arbetar dessutom aktivt med ESG-frågor inom ramen för ägarstyrningen.

¹² Det är således samma filosofi som AP-fonderna arbetar efter. (se kapitel 4).

¹³ Detta brukar kallas "negative" respektive "positiv" screening, eller "best-in-class". (se kapitel 3).

Utländska aktörer

En stor förvaltare och som dessutom har en uttalad hållbarhetsprofil är den *norska pensionsfonden – utland* (tidigare oljefonden). Det ska dock observeras att den i strikt mening, trots namnet, inte är någon pensionsfond; fondens intäkter härrör från oljeutvinningen och har, till skillnad från AP-fonderna, ingen som helst koppling till arbetsinkomster, arbetsmarknadsdeltagande etc. Man har satsat betydande resurser på ESG-arbete, både vad gäller analys och bolagsstyrning, och genomslaget har givetvis förstärkts av det faktum att fonden är en av världens största institutionella investerare.

Sedan december 2004 har fonden arbetat med etiska riktlinjer som beslutats av Finansdepartementet. Strategin är tredelad och består av (i) aktiv bolagsstyrning på grundval av FN:s Global Compact, OECD:s riktlinjer för multinationella företag och OECD:s riktlinjer för bolagsstyrning, (ii) negativ filtrering av bolag som självt eller genom de enheter som de kontrollerar producerar vapen som vid normal användning bryter med grundläggande humanitära principer, och (iii) möjlighet till uteslutning av bolag som genom sitt sätt att uppträda skulle innebära en oacceptabel risk för fonden att i egenskap av investerare blir medskyldig till ”särskilt grova brott mot grundläggande etiska normer”, exempelvis grova eller systematiska kränkningar av de mänskliga rättigheterna, allvarlig miljöskada eller grov korruption. I augusti 2008 fanns 27 bolag på uteslutningslistan. Eftersom fonden inte investerar lokalt i Norge avser bolagsstyrningen endast utländska bolag.

Styrning och organisation skiljer sig på ett ganska betydande sätt från AP-fonderna. Det är *Finansdepartementet* som bestämmer riktlinjerna för placeringar och beslutar om uteslutning av bolag efter förslag från ett fristående *etikråd*. Bolagsstyrnings- och förvaltningsarbetet sköts av *Norges bank*. Norska regeringen har beslutat att de etiska riktlinjerna ska utvärderas under loppet av 2008 och att resultatet av denna utvärdering ska läggas fram för Stortinget under våren 2009.

Två pensionsförvaltare som ofta utpekas som ledande när det gäller hållbarhetsaspekter är holländska *ABP* och *PGGM*. ABP förvaltar pensioner för huvudsakligen holländska statstjänstemän, medan PGGM är pensionsförvaltare främst för anställda inom sjuk- och hälsovården. Tillsammans svarar dessa två för förvaltningen av drygt 40 procent av det holländska pensionskapitalet.

PGGM säljer också tjänster till andra, mindre förvaltare. Förvaltningsmässigt har man något olika profil, i så måtto att ABP har en mer ”stockpicking”-inriktad strategi, medan PGGM har tonvikten på indexförvaltning. Bägge förvaltarna arbetar dock aktivt både med uteslutningar och med bolagsstyrning för att påverka i ESG-relaterade frågor. Man har egna analysresurser för denna typ av frågor (6–8 personer), men utnyttjar också konsulter. Nyligen har man också, som nämnts, bildat ett gemensamt bolag – Alpinvest – för att kanalisera investeringar i private-equity med ESG-profil.¹⁴

Det finns också ett antal privata eller mer fristående förvaltare som på olika kunders uppdrag – bl.a. pensionsstiftelser – hanterar tillgångar och gör detta med uttalad hållbarhetsprofil. Två stilbildande exempel på detta är det brittiska företagen *Hermes* och *F&C*. Hermes är ett dotterbolag till British Telecoms pensionsfond och förvaltar dess pensionsfond samt därutöver för ett tiotal andra större institutionella kunder. F&C har utformat ett brett utbud av etiska fondkoncept, både riktat mot ”retail”-marknaden och mot den institutionella marknaden. Bägge företagen satsar relativt betydande interna resurser, cirka 20 personer vardera, för ESG-frågor; ett skäl till detta är att kvaliteten på den information som kan köpas på marknaden anses ojämn, och att man som förvaltare också anser sig ha större möjligheter att få fram information än fristående analytiker. Man arbetar framför allt med att inom ramen för sina förvaltningsuppdrag föra dialog med och påverka olika företag i ESG-frågor, exempelvis drev Hermes under våren 2008 aktiv dialog med över 200 företag.

¹⁴ För fulligare beskrivningar, se ”Today is Tomorrow” ABP Responsible Investment Report 2007, respektive Pensioenfonds Zorg & Welzijn, Annual Report 2007.

3 Verktygslådan

Över tiden har det utvecklats ett antal metoder och ansatser som en investerare kan utnyttja, var för sig eller i någon kombination. Metodutvecklingen avspeglar en lärande- och utvecklingsprocess, vilket dock inte innebär att den senast utvecklade eller någon annan specifik metod är ”bäst” och därför bör användas av alla i alla lägen. De olika metoderna utgör tillsammans en växande verktygslåda där olika verktyg kan användas och kombineras på det sätt som passar den enskilde investeraren bäst i olika situationer.

3.1 ”Screening” som informationshantering

En grundläggande metod när det gäller att praktiskt arbeta med etik- och miljöfaktorer i investeringssammanhang är s.k. *screening*. Den kan utföras av investeraren själv eller, vilket är vanligt, av fristående konsulter. Det innebär enkelt uttryckt att man på basis av insamlad och strukturerad information – data från bolag, myndigheter, massmedia, ideella organisationer etc. – systematiskt söker igenom stora informationsmängder för att hitta företag som tillverkar produkter eller använder produktions- och affärsmetoder som man som investerare inte vill befatta sig med, som exempelvis sprit eller vapen, respektive barnarbete eller mutor. I AP-fondernas fall söker man efter företag som begått eller anklagas för brott mot internationella, av Sverige undertecknade, konventioner (om exempelvis korruption, barnarbete, vissa typer av vapen, diskriminering, viss miljöfarlig verksamhet etc.). De företag som fångas upp i ett sådant filter kan sedan undersökas vidare och senare av investeraren bli föremål för bearbetning/dialog eller uteslutning.

3.2 Välja bort och välja till

Att ställa etiska eller andra krav på finansiella placeringar utöver att placeringarna ska ge god avkastning är ingen ny företeelse. Redan i slutet av 1920-talet etablerades den första s.k. etiska fonden av amerikanska nykterhetsvänner. Medlen fick inte placeras i företag som var involverade i sprit- eller tobaksindustrin. Några decennier längre fram kom motsvarande typ av krav, med udden mot företag som bedrev handel med apartheidregimens Sydafrika eller som tillverkade vapen som användes i Vietnamkriget. Under 1980- och 1990-talen började miljö och miljöhänsyn att komma i blickfånget.

Huvudlinjen i alla dessa stävanden handlade alltså om att finansiellt bojkotta företag som tillverkade eller tillhandahöll en viss typ av produkter, som använde vissa produktionsmetoder eller som verkade i ett visst land.

Att ansatsen ”negativt urval” var den modell som först etablerade sig och som fortfarande är den vanligaste, i synnerhet bland s.k. etiska fonder, kyrkor, ideella organisationer etc. är inte särskilt förvånande. Den är lättbegriplig, transparent och för många intuitivt tilltalande. En naturlig reaktion visavi ett företag som anses producera skadliga produkter eller producerar i former man ogillar är ju att inte köpa dess produkter, att inte äga dess aktier och överhuvudtaget befatta sig så lite som möjligt med företaget. Att hamna på en ”svart lista” hos en etisk fond eller annan kapitalförvaltare ger också en tydlig – och publik – signal till företaget och kan i bästa fall skapa ett opinionstryck som startar en förändringsprocess i företaget och kanske också i den bransch eller på den marknad där företaget arbetar.

Samtidigt finns problem och begränsningar. Om en aktör säljer eller avstår från att köpa aktier avhänder han eller hon sig, för det första, möjligheten att själv eller tillsammans med andra ägare direkt kunna påverka företaget; i praktiken kan det få karaktären av att två sina händer snarare än att försöka påverka positivt.¹ För det andra uppstår ofta besvärliga gränsdragningsproblem; hur ska man se på företag som bara till begränsad del eller indirekt sysslar med produktion man ogillar, på banker som ger krediter till ett icke-önskvärt företag, eller på företagets underleverantörer? Den som

¹ Den ansats med negativt urval som flertalet svenska s.k. etiska fonder tillämpar, granskas kritiskt i avhandlingen ”*The Ethics of Investing. Making Money or Making a Difference?*” av Joakim Sandberg, filosofiska institutionen vid Göteborgs universitet.

vill vara helt obefläckad kan tvingas beskära sina investeringsmöjligheter dramatiskt.

Vid sidan av negativt urval har på senare år intresset ökat för att i stället arbeta med metoder för att hitta företag som på olika sätt utmärker sig *positivt* utifrån de värden man vill främja. Det kan handla om företag som aktivt främjar jämställdhet, som utvecklar intressant miljöteknik eller liknande. Inom ramen för detta koncept har under senare år ett antal metoder och ansatser utvecklats. Ett exempel är den metod som brukar kallas ”bäst i klassen”, som bygger på att man bransch för bransch går igenom olika risker och problemområden och sedan försöker systematiskt värdera vilka företag som hanterar ESG-faktorer bäst, vilket sedan bildar utgångspunkt för hur man bygger upp portföljen. Genomgående förefaller investerare som arbetar med positiva urval vara tydligt inriktade på att denna metod ska skapa en meravkastning.² Man kan också tillämpa en spegelvänd ansats, nämligen att gå in i ”dåliga” företag där man ser potential och möjligheter att förbättra den etiska eller miljömässiga standarden, och som därmed har en potential för ökad avkastning; dvs. i grunden samma ansats som s.k. riskkapitalister ofta tillämpar.

3.3 Dialog och påverkan

Arbetet med ansvarsfulla investeringar innefattar också andra handlingsalternativ än att bara exkludera respektive inkludera företag i sin portfölj.

När det gäller att uppträda som ägare i ett företag brukar man oftast peka på två huvudvägar för agerandet – ”voice” eller ”exit”.³ Den som helt sonika säljer sina aktier om han eller hon är missnöjd tillämpar ”exit”-principen, dvs. man röstar med fötterna. Med ”voice” avses ett aktivt ägarskap; att man agerar och röstar på bolagsstämman eller tar upp synpunkter i bilaterala dialoger (vilket är en vanlig form för att ta upp etik- och miljöfrågor) och försöker påverka företaget att ändra sig om man anser något är fel. Vilken väg man i det enskilda fallet väljer handlar för det första om

² Ett exempel är Generation Investment Management, ett företag där förre amerikanske vicepresidenten Al Gore är en av grundarna. Den uttryckliga affärsidén är att investeringar i ett sparsmakat urval företag med hög miljömässig och etisk profil ska ge hög avkastning.

³ Ekonomen Albert Hirschman, som myntade begreppen, talade också om ett tredje, i praktiken väl så viktigt handlingsalternativ, nämligen ”loyalty”, dvs. att inte agera alls. Detta kan vara ett uttryck för att ”hälsan tiger still”, eller ett uttryck för passivitet.

huruvida man själv ser sitt innehav som en rent finansiell placering, eller om man ser sitt engagemang som mer långsiktigt. För det andra handlar det om hur man bedömer sina reella möjligheter att påverka och kostnaderna för detta – för en stor ägare kan det t.ex. sannolikt vara mer meningsfullt att agera på en bolagsstämma än för en liten ägare.

Det här avspeglar sig också i sättet att hantera området ansvarsfulla investeringar – ägandet kan användas som en plattform för att förbättra företagets verksamhet när det gäller etik eller miljö, och indirekt och på sikt kanske också sin egen avkastning som ägare. Detta förhållningssätt brukar kallas *"engagemang"* eller *"dialog"*, och har på senare år fått en alltmer framskjuten roll bland investerare med ambitioner att investera *"hållbart"* eller *"ansvarsfullt"*. I miljö- och etikfrågor förs ofta i första hand dialog med portföljbolagen och bolagsstämman används som ett alternativ om man inte kunnat enas genom dialog. Dialoger anses i allmänhet mer kostnadseffektiva och mindre konfrontativa än bolagsstämman som påverkansform/forum. Eftersom dialoger med företag också bygger på ett visst mått av förtroende kan det vara mer effektivt att föra samtal med bolagen enskilt snarare än i ett offentligt forum, så länge samtalen upplevs som tillräckligt konstruktiva. Det är den form som svenska (och även andra) investerare tycks föredra som interaktionsform med portföljbolagen beträffande ESG-frågor. Svenska investerare har också i enstaka fall använt bolagsstämman för att ta upp miljö- och etikfrågor på ett mer allmänt plan för att sända en signal om att investeraren ser frågorna som viktiga, t.ex. i samband med ett VD-byte.

I USA, till skillnad från Sverige, används bolagsstämman i relativt stor utsträckning för att ta upp miljö- och etikfrågor, åtminstone för stora bolag. Där är det vanligt att investerare sätter press på bolag genom att frågorna tas upp för röstning genom s.k. *"shareholder resolutions"*. Men även där kan detta föregås av dialog eller andra metoder för att interagera med bolaget enskilt.

Genom att föra samtal med portföljbolagen om etik och miljö kan investerare försöka påverka enskilda företag i enskilda frågor – exempelvis att ifrågasätta varför företaget ABC inte har en långsiktig plan för hur de ska minska koldioxidutsläppen från sin produktion. Man kan också påverka mer branschöverskridande normer om företags ansvar. Investerare var aktiva i den förändringsprocess som ledde fram till att företag började utsträcka sitt CSR-ansvar

även till leverantörskedjan (s.k. *supply chain liability*), något som inte var självklart vid 1990-talets början.

Ofta finns dock "exit" eller uteslutningsalternativet kvar som en sista utväg om en dialogprocess framstår som alltför svårframkomlig. Detta gäller i Sverige för 1–4 AP-fonderna.

3.4 Integrering

En annan aspekt när det gäller ansvarsfulla investeringar handlar om i vilken utsträckning och på vilket sätt man för samman resultaten från den traditionella finansiella analysen med bedömningen av ESG-faktorer. När det gäller investerare som arbetar med negativa urval/uteslutningar som huvudprincip tycks det i praktiken ofta fungera så att förvaltarna får en "svart lista" på företag, branscher eller länder man inte får placera i, och sedan har förvaltaren fria händer att, utifrån traditionella finansiella kriterier, placera i varje företag som inte är svartlistat. Här finns alltså ingen integrering, utan ESG-analys och finansiell analys är två skilda processer.

Framväxten av positiva urvalsprinciper och dialog har aktualiserat behovet att både göra en mer utvecklad analys av de s.k. "extra-finansiella" aspekterna och att på ett strukturerat sätt föra samman denna del av analysen med den finansiella – intresset och drivkrafterna för *integrering* av finansiell och icke-finansiell analys har alltså ökat. Trenden mot en ökad integrering avspeglar också en utveckling av synsättet på hållbarhetsaspekter i investeringsverksamhet; från att ha varit ett "påhäng" för att undvika medial kritik eller för att markera en moralisk-ideologisk uppfattning i någon viss fråga, till att se det som en chans att ta tillvara affärsmöjligheter, begränsa risker och förbättra avkastningen.

3.5 Traditionell bolagsstyrning

AP-fondernas och andra ägares möjlighet att påverka företag ligger i att man är just aktieägare, till skillnad från t.ex. miljöorganisationer eller andra som också försöker påverka företag. Den etablerade formen för ägare att utöva ägarstyrning är att delta på bolagsstämman och där föra fram och rösta för (eller emot) förslag avseende alla förekommande ägarfrågor som val av styrelse och

revisorer, utdelningar och andra kapitalfrågor, ändringar av bolagsordning etc. Detta kan sägas vara ägarstyrningens kärna. Av flera skäl har, som antytts, inte aktivitet på bolagsstämmor och i valberedningar varit huvudverktyget för de investerare som velat arbeta aktivt med hållbarhetsfrågor. Delvis kan detta bero på att dialogformen, då man ofta träffas personligen, ofta anses som en effektivare metod att påverka bolag i fråga om miljö och etik, men det kan också ses som en avspeglning av att dessa frågor upplevts ligga vid sidan av de frågor som traditionellt står i fokus på bolagsstämmor och i ägarstyrningen. I takt med att dessa frågor får successivt större betydelse för bolagen och för deras värde finns anledning att tro att detta också kommer att gälla för de verktyg man arbetar med, dvs. hållbarhetsfrågor i form av exempelvis krav på hållbarhetsredovisning, kommer sannolikt över tid att bli en naturlig integrerad del av den reguljära löpande ägarstyrningen och därmed ha en naturlig plats när ägarna utvärderar företagets verksamhet och utser styrelse.

3.6 Ansvarsfulla investeringar och investeringsstilar

Inom området finansiell portföljförvaltning har det över tiden utvecklats ett antal ansatser för hur investeraren ska välja investeringsobjekt och sätta samman portföljer. Detta brukar kallas investeringsstilar.

Val av en sådan ”stil” beror på flera saker; om det är en stor eller liten investerare, om det är en privat eller offentlig institution, om man har många kunder, få kunder eller inga kunder, om man har hög eller låg riskprofil, tillgång till egen expertkompetens etc. För att ta reda på huruvida ett uttryckligt hänsynstagande till hållbarhetsaspekter vid investeringsbesluten är så att säga kompatibelt med de investeringsstilar som finns etablerade på marknaden har utredningen låtit genomföra en särskild studie.⁴

Det finns i teorin oändligt många sätt att förvalta en aktieportfölj. Här redovisas kort några vanliga ansatser.

⁴”Förvaltning av aktieportföljer”, författare Erik Sjöberg. Bilaga 3 till utredningen.

Traditionell fundamental icke-systematisk förvaltning

Att förvalta en aktieportfölj genom att välja ett mindre antal aktier utan någon nämnbar hänsyn till hur jämförelseindex ser ut eller vilka systematiska risker som kan uppstå skulle kunna gå under beteckningen ”traditionell fundamental icke-systematisk förvaltning”. Denna typ av förvaltning är särskilt vanlig avseende småbolag, där många förvaltare har en stark misstro mot de marknadsindex som förekommer.

Denna förvaltningsansats lämpar sig mycket väl för att väga in ESG/SRI-kriterier. Ett känt exempel är Generation Investment Management, som anser att SRI-kriterier är en källa till meravkastning.

Traditionell fundamental analys i kombination med viss riskkontroll

Ett första steg från ansatsen ovan var att kapitalförvaltarna löpande började följa upp hur index såg ut, dvs. hur mycket varje bolag vägde i index. Denna information har sedan arbetats in i de interna portföljsystemen, vilket innebär att förvaltarna hela tiden gjordes medvetna om de hade över- eller undervikt jämfört med index. Konsekvensen av att denna ansats börjat tillämpas hos ett stort antal förvaltare, inklusive de flesta större förvaltarna i Sverige, är att portföljförvaltarna blivit mycket medvetna om hur index ser ut och hela tiden utformar sina positioner i förhållande till index. Resultatet blir en mycket index-liknande förvaltning.

Denna relativt osystematiska ansats lämpar sig emellertid väl för att tillämpa SRI-kriterier. Ett bra exempel i Sverige är Robur som arbetar med relativt indexnära förvaltning och som har interna ESG/SRI-analytiker som ingår i den ordinarie analysorganisationen.

Traditionell analys av systematiska faktorer ("top down")

En traditionell analys av olika systematiska faktorer kan utformas på olika sätt. Ett sätt är att basera analysen på en traditionell makroanalys av konjunktur, räntor, priser och baserat på denna välja olika vikt för olika marknader eller sektorer. En annan variant är sk tematisk investering, att identifiera olika globala teman som kan påverka olika sektorer. Exempel på globala teman kan vara

”stigande råvarupriser”. Fokus i denna ansats är makrotrenderna eller de tematiska trenderna, så då läggs inte särskilt stor möda ned på aktieanalysen.

Denna ansats har normalt ett begränsat intresse av de enskilda bolagen annat än som representanter för en viss sektor eller marknad. Därmed kan det vara svårt att integrera vissa former av SRI-hänsyn, speciellt om förvaltaren arbetar med rena indexinstrument. Svartlistning av ett mindre antal bolag är däremot sannolikt möjligt att implementera.

Systematisk aktieförvaltning baserad på traditionell analys

Bland de större internationella kapitalförvaltarna har det blivit allt vanligare med traditionell fundamental analys av företagen i kombination med en ytterst systematisk och kvantitativt baserad portföljkonstruktion.

Analytikernas arbete är att löpande sätta betyg på bolagen som bevakas. Betygen tas sedan omhand av portföljkonstruktörerna, som med fördel kan vara ingenjörer som har god hand med risk- och optimeringssystem. Betygen matas in i dessa system.

Exempel på förvaltare som arbetar enligt denna ansats är Fidelity Institutional, Citigroup och JP Morgan Chase. För att väga in SRI-kriterier i en förvaltning av detta slag finns i huvudsak två alternativ: svartlistning, vilket är enkelt och billigt att implementera, eller att aktieanalytikerna skall väga in ESG-aspekter i betyget, vilket sannolikt – i dessa ofta mycket stora analysorganisationer – är mycket omfattande och dyrt.

Kvantitativ förvaltning med inriktning på aktieurval

Att förvalta aktiva globala och regionala aktieportföljer med kvantitativa, datorbaserade ansatser har blivit alltmer populärt under de senaste åren. Fördelarna med denna ansats är t. ex. att man kan undersöka väsentligt fler bolag än vad en traditionell organisation för fundamentalanalys hinner med. Man tvingas också att tillämpa en systematik i analysen. Många av dessa förvaltare har haft en stadig överavkastning jämfört med index.

De kvantitativa faktorer som används kan vara av många olika slag. En del är kopplade till fundamentala bolagsdata som vinsttillväxt, substans etc. Andra kan ha mer karaktär av teknisk analys,

s.k. momentum, dvs. att en aktie som börjat röra sig fortsätter i samma riktning. Även indikatorer som bygger på s.k. behavioural finance, dvs. finansiell psykologi, kan användas som kvantitativa s.k. alfa-signaler, dvs. tecken på felprissättning som kan utnyttjas för att öka avkastningen.

De största aktörerna inom kvantitativ förvaltning är samtidigt de största inom indexförvaltning, nämligen Barclays Global Investors (BGI), State Street Global Advisers (SSGA) och Goldman Sachs. Bland svenska förvaltare sköts såväl SEB:s som Skandias globalfonder med kvantitativa metoder.

SRI-kriterier är möjliga att implementera på ett helt integrerat sätt. Som exempel kan nämnas SSGA, som förvaltar bl.a. en europeisk aktieportfölj kvantitativt, och där förutom de traditionella kvantitativa alfa-signalerna även lägger till ett betyg avseende SRI-kriterier från konsultfirman Innovest. ESG-kriterierna blir därigenom en fullt integrerad alfa-faktor vid bestämningen av portföljen.

Passiv förvaltning – indexförvaltning

Passiv förvaltning innebär att förvaltaren bara försöker efterlikna index, inte överträffa det. Kapitalförvaltningsbranschen är ganska unik genom att den erbjuder ett mycket kostnadseffektivt sätt att uppnå precis den genomsnittliga avkastningen i hela branschen, eller ofta – efter kostnader – en något högre avkastning än branschens genomsnitt.

I USA har indexfonder tagit en relativt stor marknadsandel, medan de i Sverige utgör en obetydlig andel. Bland större kapitalägare (t.ex. AP-fonder och livbolag) är emellertid indexering en relativt vanlig företeelse.

Vid indexering är självklart val av index en mycket viktig fråga. Till exempel omfattar det vanliga världsindexet MSCI World Developed Markets cirka 1 500 bolag av världens totalt existerande dryga 40 000 bolag. Sett till marknadsvärdet omfattar emellertid MSCI World enligt utgångspunkten för indexet cirka 70 procent av det totala globala marknadsvärdet. Effekten av detta blir att en indexering mot detta vanliga världsindex leder till en kraftig underexponering mot mindre bolag, särskilt i tillväxtmarknader.

Avseende ESG/SRI-kriterier är det som vanligt ganska enkelt att implementera en ren svartlistning, medan en ”best-in-class”-

ansats är närmast omöjlig i och med att den i grunden är oförenlig med en indexansats.

Passiv förvaltning – plus: ”Enhanced Indexing”

Under de senaste 5–7 åren har det uppstått ett ökat intresse bland indexeringskunder att försöka skapa ett visst mervärde till en mycket begränsad risk att avvika från index. Man kan betrakta Enhanced Indexing som kvantitativ förvaltning med lägre avvikelse från index. Ett typiskt uppdrag av detta slag är att försöka överträffa index med en procent med en aktiv risk på lika mycket, en procent. I denna typ av förvaltning skulle – i likhet med vanlig kvantitativ förvaltning – ESG-kriterier kunna implementeras.

Summering

Det finns som framgått många olika ansatser när det gäller att förvalta aktieportföljer. Några slutsatser är följande:

- Traditionell fundamental icke-systematisk lämpar sig väl för ESG-kriterier.
- Traditionell fundamental med viss riskkontroll lämpar sig väl för ESG-kriterier.
- Top-down lämpar sig mindre väl för ESG-kriterier i och med att fokus inte ligger på företagsanalys.
- Systematisk förvaltning baserad på fundamental analys lämpar sig mindre väl i och med att tillägget av ESG-kriterier sannolikt skulle vara dyr och omständlig.
- Kvantitativt baserad förvaltning lämpar sig mycket väl för ESG-kriterier.
- Indexförvaltning innebär svårigheter med framför allt ”best-in-class”-strategi för ESG.
- Enhanced Index skulle kunna implementera ESG-kriterier på samma sätt som kvantitativ förvaltning.

4 AP-Fonderna och hållbarheten

Kommitténs bedömning: Det finns likheter men också skillnader i fondernas sätt att arbeta med hållbarhetsfrågor. Fondledningarnas inställning har varit avgörande för hur och i vilken utsträckning fonderna har arbetat med miljö och etik. Etikrådet har bidragit positivt genom att tyngden i agerandet mot utländska portföljbolag har ökat, samtidigt som frågor om miljö och etik har getts ökad legitimitet internt i fonderna. Dock kan bristen på interna resurser när det gäller ESG-frågor vara problematisk, liksom konsultberoendet.

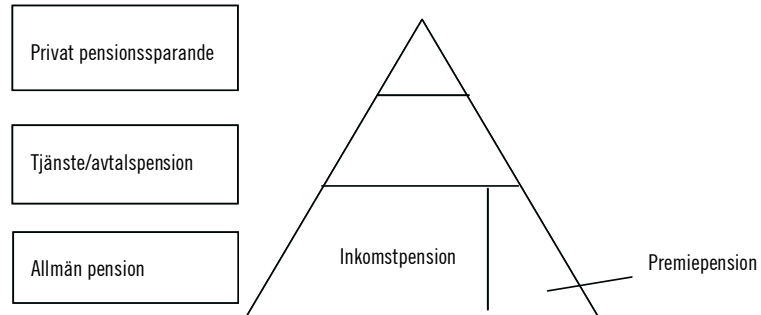
Det är svårt att dra bestämda slutsatser om konsekvenserna av att ta hänsyn till miljö och etik på avkastningen och på portföljbolagens arbete med miljö och etik. Det finns dock mer som tyder på att konsekvenserna för avkastningen skulle vara positiva än motsatsen. En ESG-inriktad förvaltning kan därför inte anses stå i strid med avkastningsmålet. Direkta effekter av AP-fondernas ESG-arbete för portföljbolagens agerande finns men är begränsade. Dock bidrar fonderna, i samverkan med andra institutionella investerare, till att driva utvecklingen framåt.

4.1 AP-fondernas funktion och roll inom ramen för pensionssystemet

Första–Fjärde AP fonderna

Det svenska pensionssystemet brukar beskrivas som en tredelad pyramid med nerifrån räknat, den s.k. allmänna pensionen, som i sin tur delas upp i två delar där huvuddelen utgörs av inkomst-

pensionen och den mindre delen utgör premiepensionen.¹ Nästa del är tjänstepensionsdelen och på toppen det privata pensions-sparandet.



AP-fondernas verksamhet ligger i den nedre tredjedelen, där AP 1–4 (och även den mindre 6:e AP-fonden) hanterar inkomstpensionen och AP7 hanterar premiepensionsdelen främst för de som inte valt någon annan, privat förvaltare inom ramen för PPM-systemet.

Varje månad betalar landets arbetsgivare in 18,5 procent på de anställdas pensionsgrundande inkomster till systemet, varav 16 procent till AP 1–4, i fyra lika delar, och 2,5 procent till premiepensionen. I kronor räknat innebar detta 190 respektive 28 mdkr år 2007. Hur mycket som betalas in för varje individ, och därmed vilken pension denne till sist får, är alltså beroende av vederbörandes inkomst.

När det gäller den större delen, dvs. inkomstpensionen, ligger inte pengarna och väntar på ett konto: systemet bygger på att inkommande avgifter finansierar de löpande pensionsutbetalningarna. Detta brukar kallas fördelningssystem. Dagens förvärvs-arbetande betalar alltså dagens pensioner.

De pengar som betalas in bildar pensionsrätter, en fordran på pension i framtiden, och där det man omsider får i pension dels beror på hur stora avgifter som betalats in per individ, dels på en

¹ För individer som inte haft, eller haft mycket låg, inkomst finns därutöver en statlig garantipension, som finansieras med skattemedel.

årlig uppräknings av beloppen, baserat på den allmänna löneutvecklingen. En grundtanke med systemet är alltså att pensioner och löner ska växa i samma takt.

Om antalet förvärvsarbetande sjunker, p.g.a. exempelvis en långvarig lågkonjunktur eller av demografiska skäl, kan det uppstå problem i kopplingen mellan pensions- och löneutveckling – systemets utgifter kan då växa snabbare än inkomsterna. På sikt är detta givetvis ohållbart, vilket kan framtvinga en s.k. automatisk balansering, även kallad ”bromsen”. Det innebär att uppräknings av pensioner och pensionsrätter reduceras så mycket som behövs för att återställa balansen mellan tillgångar och skulder.

De Första–Fjärde AP-fondernas ena huvuduppgift är att slussa det löpande avgiftsflödet till försäkringskassan för vidare befordran till pensionärerna. Fondernas andra, och viktigaste, huvuduppgift är att fungera som finansiell buffert i systemet. Denna buffert – sammanlagt nästan 900 mdkr – finns till för att utjämna svängningar i balansen mellan inkommande avgifter och utbetalda pensioner.² År 2007 var pensionsutbetalningarna 187 mdkr, dvs. något lägre än de inbetalda avgifterna. Bufferten växte med andra ord något under 2007, bortsett från kapitalets förräntning. Men när stora årskullar går i pension kommer bufferten att behöva tas i bruk; redan inom något eller några år kommer sannolikt de löpande utbetalningarna i systemet överstiga inkommande avgifter när de stora efterkrigs-generationerna går i pension.

Det centrala uppdraget för AP 1–4 (liksom den sjätte AP-fondens) är att förvalta denna finansiella buffert så att pengarna får så hög avkastning som möjligt och därmed kan bidra till ett stabilt pensionssystem och till goda pensioner. Den avkastning som de facto uppnåtts har bl.a. gjort att någon automatisk balansering hittills inte har behövt tillgripas, något som annars hade ställts på dagordningen vid flera tillfällen.³

För att åstadkomma en god avkastning på tillgångarna placerar man pengarna i olika slag av tillgångar. Detta sker inom ramen för vissa av riksdagen beslutade placeringsregler, enligt nedan:

²Motsvarande knappt 13 procent av systemets samlade tillgångar (7014 mdkr) vid årsskiftet 2007/2008. Under första halvåret 2008 minskade de fyra stora buffertfondernas samlade förvaltade kapital till 806 Mdkr, huvudsakligen p.g.a. den internationella börsnedgången.

³Skr. 2007/08:130 s. 228.

Första-fjärde AP-fondernas placeringsregler i sammandrag

<i>Typ av instrument</i>	<i>Tillåtna placeringar</i>
Generellt	Alla förekommande instrument på kapitalmarknaden. Aktier och fordringsrätter ska vara upptagna till handel på en reglerad marknad
Onoterade värdepapper	Högst fem procent av fondkapitalet får vara placerat i aktier, andelar eller fordringsrätter i riskkapitalföretag som inte handlas på reglerad marknad. Onoterade aktier (frånsett fastighetsaktier) får endast ägas indirekt, via fond eller riskkapitalbolag.
Räntebärande instrument	Minst 30 procent av fondkapitalet ska vara placerat i räntepapper med låg risk.
Derivat	Får användas främst i syfte att effektivisera förvaltningen eller minska risker. Får inte ha råvaror som underliggande tillgång.
Krediter	Bankinlån och utlån på dagslåne- marknaden. Direktlån till egna fastighetsbolag. Repor och värdepapperslån främst för att effektivisera förvaltningen.
Upplåning	Kortfristig upplåning vid tillfälliga behov. Möjlighet till lån i Riksgälden vid fondtömning.
Utländsk valuta	Högst 40% av kapitalet får vara exponerat för valutarisk
Stora exponeringar	Högst 10 % av fondkapitalet får vara exponerat mot ett visst företag eller grupp av företag med inbördes anknytning.
Svenska aktier	Marknadsvärdet av en fonds innehav i svenska bolag får vara högst två procent av det totala börsvärdet
Röstetal	Högst 10 % i noterat enskilt företag, frånsett egna fastighetsbolag. Högst 30 % i onoterade riskkapitalbolag.
Externa förvaltningsuppdrag	Minst 10 % av fondkapitalet ska förvaltas externt.

Sjunde AP-fonden

Den sjunde AP-fonden förvaltar inte ”buffertmedel” utan premiepensionen är i princip ett traditionellt, individualiserat (fond)-sparande främst för de medborgare som inte valt privata fondförvaltare inom ramen för PPM-systemet. Syftet att åstadkomma

en god avkastning på de pengar som förvaltas är dock detsamma som för buffertfonderna. Det förvaltade kapitalet i den s.k. Premiesparfonden var vid årsskiftet 2007–2008 drygt 87 mdkr. AP7 administrerar också en annan fond, Premievalsfonden, som kan väljas på samma sätt som andra fonder inom PPM-systemet. Det förvaltade kapitalet i Premievalsfonden var 2,6 mdkr. Sett i relation till det totala kapitalet i PPM-systemet svarade AP7:s bägge fonder för nära 30 procent vid utgången av 2006.

Som framgått finns fem fonder som förvaltar var sin del av bufferten i inkomstpensionssystemet. I princip skulle detta kunna göras av en och samma fond, och därmed sannolikt till en lägre total förvaltningskostnad, men av flera skäl har statmakterna valt att dela upp förvaltningen på flera fonder. När man har flera fonder där förvaltningsresultat och kostnader kan jämföras med varandra skapas för det första ett önskvärt tryck på förvaltningen att vara effektiv. Har man ett antal fonder som arbetar och placerar något olika skapas, för det andra, en viss riskspridning i systemet.⁴ En uppdelning på flera fonder kan dessutom, och för det tredje, minska riskerna för en kraftig finansiell maktkoncentration.

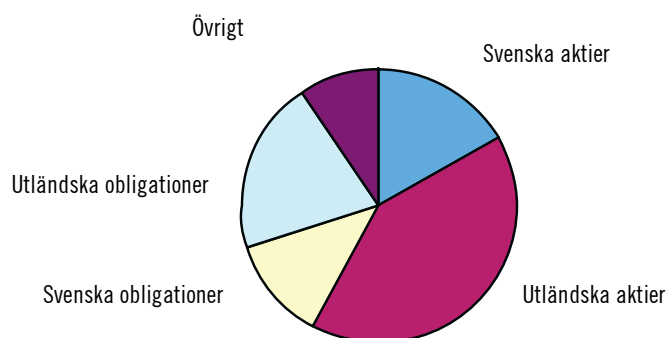
Vilka tillgångar ?

Första, Andra, Tredje och Fjärde AP-fonden har alltså identiska uppdrag, och alla förvaltar blandade och väl spridda, globala portföljer av aktier, räntebärande instrument och andra tillgångar. Ser man till tillgångslag är aktier den dominerande tillgången, ser man till marknad är de utländska tillgångarna större än de svenska.

Fördelningen mellan tillgångslag skiljer sig mellan de enskilda fonderna – vilket ju också var tanken att det skulle göra för att uppnå riskspridning. Dock kan man konstatera att skillnaderna inte är påfallande stora; exempelvis varierar andelen aktier mellan cirka 59 och 65 procent.⁵ Sammansättningen av aktieportföljerna visar dock ganska stor variation. Sättet att förvalta är också ganska olikartad.

⁴ I en studie som gjorts som underlag för regeringens utvärdering av AP-fondernas verksamhet t.o.m. 2007, menar man att riskspridningen i praktiken blir alltför begränsad, till stor del beroende på att de generella placeringsreglerna är för begränsande. Rapportförfattaren anser därför att placeringsreglerna bör bli betydligt friare. (Skr. 2007/08:130, bilaga 8).

⁵ Skr. 2007/08:130, s. 230.

**Diagram 4.1 Tillgångar i AP1-AP4 fördelade på tillgångsslag.
(31 dec 2007)**

Källa: Regeringens skrivelse 2007/08:130.

**Tabell 4.1 Buffertfondernas avkastning efter kostnader
2003–2007 (procent)**

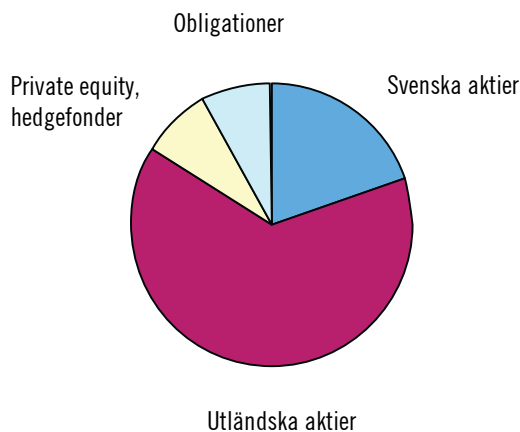
	2003	2004	2005	2006	2007
Nominell avkastning	16,4	10,9	17,4	10,7	4,2
Real avkastning	14,9	10,6	16,4	9	0,7

Anm.: Buffertfonderna utgörs av AP1–4, AP6 samt två s.k. avvecklingsfonder.

Källa: regeringens skrivelse 2007/08:130.

För Sjunde AP-fonden är placeringsinriktningen annorlunda än buffertfonderna, eftersom man har ett annat uppdrag och andra placeringsregler. Konkret innebär detta att portföljen är helt dominerad av aktier. När det gäller avkastningen är det naturliga jämförelseobjektet andra fonder i PPM-systemet, snarare än buffertfonderna,

Diagram 4.2 Sjunde AP-fondens normalportfölj (Premiesparfonden)
31 december 2007



Källa: Regeringens skrivelse 2007/08:130.

Tabell 4.2 Sjunde AP-fondens avkastning (Premiesparfonden)
efter kostnader 2003–2007 (procent)

	2003	2004	2005	2006	2007
Premiesparfonden	18,7	10,1	25,1	10,5	4,7
PPM-index	16,2	8,8	32,4	13,0	5,8

Anm.: PPM-index anger den genomsnittliga avkastningen för alla fonder i premipensionssystemet.

Källa: regeringens skrivelse 2007/08:130.

4.2 Organisation och styrning

AP 1–4 leds av styrelser på vardera nio ledamöter som utses av regeringen. Av dessa nio utses fyra efter förslag från arbetsmarknadens parter, två från arbetstagarsidan och två från arbetsgivar- sidan. Arbetsgivar- sidan avstår dock av principiella skäl att formellt föreslå några ledamöter. Underhand ger man istället regeringen tips på personer som man bedömer lämpade för uppgiften. Som ordförande och vice ordförande utses någon av de fem icke-organisationsankutna företrädarna. Styrelsen utser VD. Samma förhållanden gäller för Sjunde AP-fonden, fränsett att man där inte har några ledamöter nominerade av arbetsmarknadsparterna.

Utöver att utse styrelseledamöter (och revisorer) saknar regeringen formell möjlighet att påverka fondernas löpande verksamhet. Regeringen genomför dock en årlig utvärdering av fondernas arbete och resultat som tillställs riksdagen. Regeringen har också uppgiften att fastställa fondernas resultat- och balansräkningar.

Styrelserna har bl.a. uppgiften att ange en strategisk placeringsinriktning. En central punkt i den strategi som styrelsen beslutar om är valet av s.k. referensportfölj (eller normalportfölj). För att fastställa vilken referensportfölj som ska användas utnyttjas s.k. ALM-analyser (tillgångs- och skuldanalys), där sambandet mellan fondens åtagande och olika portföljstrukturer studeras. En annan del av den strategi som styrelsen ska besluta om är vilka riktlinjer som ska gälla när strategin genomförs. Enligt lag ska var och en av Första–Fjärde AP-fonderna ”ärligen fastställa en verksamhetsplan, som ska innehålla riktlinjer för placeringsverksamheten och för utövande av rösträtt i enskilda företag, samt en riskhanteringsplan”. Riskhanteringsplanen ska beskriva de huvudsakliga risker som är förenade med placeringsverksamheten och hur dessa risker hanteras. Det ska vidare finnas interna instruktioner för hantering av dessa risker. Riskhanteringsplanen och instruktionerna ska också följas upp löpande av styrelsen.

Styrelsen ska också besluta om frågor som rör val av förvaltningsstruktur för genomförandet av strategin. I styrelsens uppdrag ingår att fastställa mål och mandat till den operativa ledningen när det gäller fördelningen av tillgångar mellan olika tillgångsslag och marknader, andelen tillgångar som ska förvaltas externt respektive internt samt i vilken utsträckning tillgångarna ska förvaltas aktivt respektive passivt. Själva implementeringen delegerar styrelsen i stor utsträckning till den operativa ledningen. Det yttersta ansvaret bär dock alltid styrelsen. Utifrån styrelsens riktlinjer beslutar den operativa ledningen närmare om hur genomförandet ska ske.

Fondernas interna organisation skiftar något, men huvudstrukturen är densamma med dels ett antal enheter som placerar och förvaltar innehaven, dels ett antal affärsstödsenheter. Inom AP 1–4 arbetade år 2007 188 personer, och de interna kostnaderna var drygt 570 mnkr. AP7 hade 17 personer anställda och kostnader på 113 mnkr. Samtliga fondförvaltningar är lokaliserade till Stockholm, fränsett Andra och Sjätte AP-fonderna som driver sin verksamhet från Göteborg.

4.3 Trygghet, avkastning och andra mål

I lagen om AP-fonderna står att fonderna ”... ska förvalta fondmedlen på sådant sätt att de blir till största möjliga nytta för försäkringen för inkomstgrundad ålderspension. Den totala risknivån i fondernas placeringar skall vara låg. Fondmedlen skall, vid vald risknivå, placeras så att långsiktigt hög avkastning uppnås”.

I lagen om AP-fonderna står däremot ingenting om etik och miljöaspekter men sådana resonemang finns i lagens förarbeten, i regeringens proposition och i finansutskottets betänkande med anledning av denna.⁶

I propositionen sägs bl.a. att AP-fonderna ska ”långsiktigt maximala avkastningen i förhållande till risken i placeringarna”, vidare att ”den totala risknivån i förvaltningen ska vara låg”. I propositionen sägs också att ”Rollen som förvaltare av statliga pensionsmedel ställer krav på att fonderna uppbär allmänhetens förtroende. Hänsyn till miljö och etik skall tas i placeringsverksamheten utan att avkall görs på det övergripande målet om hög avkastning”. Dock finns inga resonemang eller exempel på vad ”hänsyn till miljö och etik” mer specifikt borde eller skulle kunna innebära.

Riksdagens finansutskott sa i sitt betänkande att AP-fonderna ”... bör ta hänsyn till miljö och etik”... ”detta skall dock ske utan att avkall görs på det övergripande målet om maximal avkastning”. Mot bakgrund av att det i motioner från (v) och (mp) efterlysts tydligare riktlinjer hur målen angående etik och miljö skulle tolkas och tillämpas, sade utskottet att ”ansvaret för att mejsla ut fondernas profil i första hand bör ligga på de enskilda fondstyrelserna”. Man tillade också att detta ”hindrar inte att regeringen i samband med den årliga utvärderingen... preciserar sin syn på hur etik- och miljömålen formulerats och tillämpats”.

I sitt betänkande med anledning av regeringens utvärdering av fondernas verksamhet 2003, kom utskottet tillbaka till frågan, och noterade att utskottet ”...utgår ifrån att regeringen i kommande utvärderingar...även utvärderar effekterna av fondernas etik – och miljöriktlinjer”.⁷ Regeringen tog upp frågan i en senare utvärdering, där man förutskickade att utvärderingen av etik- och miljöriktlinjerna skulle göras inom ramen för en offentlig utredning.⁸

⁶ 2000:192 Lag om allmänna pensionsfonder (AP-fonder), Prop. 1999/2000 AP-fonden i det reformerade pensionssystemet, FiU 1999/2000:19.

⁷ 2004/05:FiU 6. Redovisning av AP-fondernas verksamhet 2003.

⁸ Skr. 2005/2006:210.

Utifrån de i och för sig ganska kortfattade resonemang som förs är det uppenbart att statsmakterna tydligt definierat avkastningsmålet som det överordnade operativa målet för AP-fonderna; AP-fonderna förväntas inte avstå från möjlig avkastning i syfte att uppnå etiska, miljömässiga eller eventuella andra mål, eller i någon mening avväga dessa mål mot varandra; formuleringen ”utan att avkall görs” kan inte gärna tolkas på annat sätt. Det är för övrigt också den tolkning som fonderna själva gjort. Hänsynstagande till etiska principer och miljöaspekter ska alltså ske inom ramen för målet om hög avkastning, inte som ett ”alternativ” till detta.

Notervärt är också det stora ansvar som läggs på fondernas styrelser när det gäller policyutformning och strategi generellt. I propositionen sägs bl.a.:

... pensionssystemet är autonomt och skall ha en hög grad av självständighet gentemot regeringen. Fondstyrelserna skall ha det fulla ansvaret för placeringsverksamheten. Verksamheten bör endast regleras i lag. Regeringen bör inte ges möjlighet att genom instruktioner, regleringsbrev eller tilldelning av anslagsmedel styra över fonderna utöver vad som följer av rätten att utse styrelse”. Vidare sägs att ”Storleken på det förvaltade kapitalet och verksamhetens art medför vidare ett mycket stort finansiellt ansvar för fondernas styrelser ordningen med en styrelse med fullt och odelat ansvar för verksamheten bör behållas...”⁹

Detta innebär följaktligen också höga krav på styrelseledamöterna, där det sägs att ”*samtliga ledamöter skall utses på grundval av sin personliga kompetens att främja fondförvaltningen*”. För fyra av styrelsens nio ledamöter tillkommer dock en särskild kvalifikationsgrund i så måtto att dessa ska nomineras av arbetsmarknadens parter.

⁹ Prop. 1999/2000:46, s. 121 f.

4.4 Hur AP-fonderna arbetar med ESG-frågor

AP-fonderna fick instruktionen att i sin placeringspolitik ”ta hänsyn till etik och miljö” i samband med att det nya pensionssystemet infördes och den nya fondstrukturen introducerades år 2000. Sjunde AP-fonden började med ett policyarbete utifrån detta uppdrag vilket bl.a. utmynnade i den s.k. konventionsgrund som sedan även AP 1–4, var och en för sig arbetat utifrån. Idag finns ett organiserat samarbete mellan AP 1–4 i form av Etikrådet när det gäller dessa fonders internationella portföljer. I hanteringen av hållbarhetsfrågor gentemot svenska bolag arbetar dock fonderna var och en för sig, med utgångspunkt från statsmakternas intention att fonderna ska vara självständiga och i viss mening konkurrerande.

Olika arbetssätt

Det finns av naturliga skäl tydliga gemensamma drag i fondernas sätt att arbeta med hållbarhetsfrågor, men det finns också tydliga skillnader i hur man arbetar och vilka ambitioner man haft på olika områden. Skillnaderna beror till en del på att man haft och har något olika profil i sin allokering på olika typer av tillgångar. Beträffande AP7 påverkas förutsättningarna också av att denna fond dels inte, som de övriga, är en buffertfond med obligatorisk anslutning, dels att man genom regelverkens utformning inte har legal möjlighet att rösta när det gäller de svenska innehaven. Till detta ska läggas att det också funnits olika grad av intresse och engagemang för hållbarhetsfrågor hos fondernas styrelser och ledande befattningshavare. Detta har självklart påverkat vad som gjorts och inte gjorts. Dock förefaller det ha skett en viss konvergens härvidlag över tiden, och i hängivet av en stigande ambitionsnivå.

I tabllån nedan ges en överblicksbild av hur man arbetar idag och vilka verktyg man utnyttjar:

	AP1	AP2	AP3	AP4	AP7
SVERIGE					
Egen analys	Begränsad	Ja	Begränsad	Nej	Begränsad
Köpt Screening/analys, antal kons dialog med företag	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja (oftast på företag)
ESG-uppföljning onoterade företag	Nej	Ja, i nya avtal		Nej	
Röstar på stämmor (antal 2008)	47	52 (07)	42	67	Nej
Deltar valberedning (antal 2008)	3	7 (07)	2	15	Nej
Publik ägarpolicy	Ja	Ja	Ja	Ja	
Publik rapportering av ESG-agerande	Ja	Ja	Ja	Nej	
Policy ersättningsfrågor	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja
"lobbying" i aktieägarefrågor	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja
UTLAND					
Egen screening	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej
Köpt screening	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja
Dialog med företag	Ja (via etikrådet)	Ja (via etikrådet)	Ja (via etikrådet)	Ja (via etikrådet)	Ja
Uteslutning av företag	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja
Röstning utländska företag	Ja, i liten omfattning	Ja	Ja	Ja, i liten omfattning	Nej
ESG-uppföljning onoterade företag	Nej	Ja, i nya avtal	Nej	Nej	Ja
ESG-uppföljning externa förvaltare	Nej	Ja	Ja, till viss del	Ja (i avtal)	Nej
"lobbying" i aktieägarefrågor	Ja, via ER och PRI	Ja	Ja	Ja, via ER	Nej
INTERNT					
Policy/program för integration i förvaltningen	Diskuteras	Ja	Ja, till viss del	Under utveckling	Nej
Deltagande i internationella nätverk	PRI, CDP	PRI, ICGN, GIGN, CDP, informella nätverk	PRI, CDP, amnesty Business Group, informella nätverk	PRI, ICGN, CDP	PRI, CDP

Värdegrund och målkonflikter

När det gäller värdegrunden finns inte hos någon fond någon "egen" värdegrund utvecklad som utgångspunkt för placeringsverksamheten och som fångar upp ESG-faktorer. Tvärtom har man från fondernas sida i den delen samstämmt menat att fonderna är en del av svenska staten, varför "statens etik" också ska vara fondernas. Detta har operationaliserats i form av den s.k. konventionsgrunden, och innebär att prövningen av fondens finansiella engagemang utifrån ett hållbarhetsperspektiv ska ta ske utifrån de internationella konventioner som Sverige som stat skrivit under.

Fonderna, liksom andra institutionella investerare, menar att utvecklingen när det gäller ansvarsfulla investeringar har varit snabb och accelererande, men att det fortfarande är något som befinner sig i ett dynamiskt utvecklingsskede. Fonderna bedömer att man ligger väl framme både i internationell och nationell jämförelse när det gäller att arbeta med dessa frågor. Den bilden bekräftas dock inte entydigt av internationella aktörer kommittén varit i kontakt med; vissa har bl.a. påpekat att man tycker att AP-fonderna spelar en mindre synlig och mer anonym roll än vad de borde kunna göra. Främst är det AP7 och AP2 som har profilerat sig externt; AP7 som något av "first mover" på området, AP2 bl.a. som aktiv deltagare i internationellt samarbete och internationell debatt.

Konventionsgrunden

AP-fondernas grundläggande utgångspunkt och styråra för sitt arbete med miljö- och etikhänsyn, vare sig det handlar om uteslutningar/negativt urval eller dialog med företagen, är de internationella konventioner som Sverige undertecknat och som är relevanta i dessa frågor. Det finns cirka 140 internationella konventioner som Sverige som stat har undertecknat. Några av de viktigare i detta sammanhang är:

- Barnarbete (ILO konvention 138, rekommendation 146, 182 samt FN:s Barnkonvention)
- Tvångsarbete (ILO 29 och 105)
- Hälsa och säkerhet (ILO 155 och rekommendation 164)
- Förenings- och organisationsfrihet (ILO 87, 98 och 135)
- Diskriminering på grund av kön, ras, ålder och religion (ILO 100 och 111 samt FN:s universella rättigheter)
- Arbetstid (ILO 1, 14 och 106)
- Luftvårdskonventionen
- Montrealprotokollet 8
- Klimatkonventionen
- Helsingforskonventionen
- OSPAR konventionen
- Konventionen om biologisk mångfald
- Konventioner om användning av vissa vapen
- OECDs konvention om mutor och korruption
- FNs konvention mot korruption
- FNs allmänna förklaring om de mänskliga rättigheterna

Generellt är intrycket att det är fondledningarnas inställning som varit avgörande för hur och i vilken utsträckning AP-fonderna arbetat med etik- och miljöfrågor. Vår bild är att styrelserna varit intresserade och hållit sig informerade, men fränsett vissa engagerade individer i några styrelser är kommitténs bestämda intryck att styrelserna inte spelat den drivande rollen. På den andra sidan har förvaltarna än så länge inte fullt ut tagit till sig dessa aspekter inom ramen för löpande analys och förvaltningsbeslut. Dock finns en process i den riktningen, där vissa fonder förefaller ha kommit längre än andra. Ett annat genomgående drag är att de resurser som avsatts internt för att arbeta med ESG-frågor varit mycket begränsade; det utgör en mer eller mindre omfattande deltidsuppgift för ett fåtal personer på varje fond. Undersöknings- och analysarbetet för AP 1–4 görs i praktiken helt – med undantag av AP2 som

avsätter interna analysresurser specifikt för detta – av i huvudsak en enda konsultfirma som samtliga fonder utnyttjar.

Metoder och verktyg

Som framgått av sammanställningen ovan använder sig fonderna av ett antal ”verktyg” i arbetet med att förverkliga en ansvarsfull investeringspolicy. AP1–4, deltar samtliga som aktiv ägare på bolagsstämmor och i valberedningar. Man har utvecklat och dokumenterat ägarpolicy och publicerat ägarrapporter. Det kan bl.a. noteras att man på senare år, med utgångspunkt från de ägarpolicyer man utformat, ofta varit drivande och arbetat aktivt tillsammans med andra investerare när det gäller ersättningsfrågor.¹⁰

Omfattningen av det ägarstyrningsarbete man bedriver inom olika bolagsorgan skiftar dock ganska avsevärt, till en del beroende på hur många (i synnerhet svenska) bolag man har ägarintressen i, hur stora innehaven är och i vad mån man aktivt förvaltar detta ägande.

Som framgått finns, delvis som en följd av olikheter i regelverken, en grundläggande likhet och en grundläggande skillnad i arbetssättet mellan de fyra buffertfonderna å ena sidan och AP7 å den andra. Likheten ligger som nämnts i att alla arbetar utifrån den s.k. konventionsgrunden, skillnaden är att AP 1–4 arbetar med, och över tiden lagt större vikt vid, att ha löpande dialoger med företag som man bedömer som i något avseende problematiska utifrån konventionerna eller av andra skäl, medan AP7 använder en uteslutningsstrategi. Dock ska påpekas att ingendera ansatsen är helt renodlad. Dels finns inslag av dialog i AP7:s kontakter med uteslutna eller uteslutningshotade företag, där företagen får information om vad de behöver göra för att undvika uteslutning respektive komma tillbaka till AP7:s ”universum”; företagen tar ofta själva kontakt med AP7 kring detta. AP1–4 har för sin del uteslutning som ”last resort” om dialog bedöms vara oframkomlig.

Fonderna deltar vidare i PRI och andra internationella placerarnätverk. I konkreta fall strävar man mot att bygga allianser med andra investerare.

¹⁰ Även AP7 har utvecklat en ägarpolicy, som bl.a. berör kompensationsfrågor, trots att man inte får rösta på stämmor. Man har dock närvaro- och yttranderätt, vilket man också utnyttjar.

Fonderna har något olika strategier när det gäller att informera externt, delvis beroende på vilket arbetssätt man valt när det gäller det här området. För en fond som exempelvis AP4, som lägger ner betydande resurser på att arbeta i valberedningar blir inte agerande i media någon naturlig huvudstrategi. För AP7, som enligt gällande regler inte kan arbeta på det sättet, blir opinionsbildning en mer naturlig handlingsväg.

Alla fonder ger en rapportering av sina aktiviteter inom ramen för olika specifika ägarrapporter och/eller i årsredovisningarna. Därutöver tillkommer, för AP1–4, den rapportering som görs av Etikrådet för utländska bolag. När det gäller hur ”offensiv” man är i sin externa information är detta i huvudsak ett uttryck för olika strategier och förhållningssätt. Den ena huvudstrategin kan kallas ”tyst diplomati” och företräds mest tydligt av AP3 och AP4. Tanken är att på basis av ett ömsesidigt förtroende diskutera med företagen för att åstadkomma förbättringar. Den andra huvudstrategin kan kallas ”name and shame”, företrädd främst av AP7, där tanken är framtvunga förbättringar genom hot om publik ”svartlistning” och uteslutning. Något generellt svar på frågan vilken väg som är ”bäst” går knappast att ge. Dock finns ett värde i att fonderna provar olika ansatser och strategier; efterhand kommer detta att ge underlag för mer säkra slutsatser vad som är mest ändamålsenligt i olika situationer.

4.5 Etikrådet

Under 2006 beslutade AP 1–4 att samordna upphandlingen av etikkonsultstöd. Syftet var i första skedet att effektivisera upphandlingsprocessen och spara kostnader. Under upphandlingens gång växte tankar om ett mer långtgående samarbete fram. Ett samarbete bedömdes också vara möjligt utan att komma i konflikt med uppdraget från riksdagen att fonderna ska konkurrera inbördes. Det ska alltså noteras att Etikrådets arbete bara avser fondernas utländska innehav; etik- och miljöfrågor när det gäller svenska bolag hanteras helt av fonderna var och en för sig. Även här utnyttjas dock i samtliga fall stöd från samma konsult som arbetar mot Etikrådet.

Rådet består av en ordinarie representant från varje fond, med rätt till en ytterligare suppleant. Ordförandeskapet alternerar mellan fonderna. Etikrådet har inga egna kansliresurser och bedriver

inte självt någon analysverksamhet. Däremot arbetar de enskilda ledamöterna aktivt och har var och en huvudansvar att driva vissa dialoger. Underlaget tas fram av den konsult (GES) man engagerat, och konsulten har också en sekretariatsfunktion för dialog och övrig kontakt med företagen.

Analysarbetet sker i tre steg. Det första steget innebär en systematisk omvärldsbevakning av ett stort antal – cirka 3 500 – bolag. Media, intresseorganisationer och FN-organ utgör några av källorna. De bolag som övervakas, eller ”screenas” på detta sätt är i allt väsentligt noterade bolag. Onoterade bolag är avsevärt svårare att bevaka, i varje fall med en sådan metodik. Till den del AP-fonderna investerar i utländska Private Equity-företag har man principen att ställa etik- och miljökrav även på dessa, men det är svårare att få information från och att påverka dessa.

I ett andra steg väljs ett hundratal bolag ut för djupare granskning, baserat på rapportering om påstådda kränkningar av internationella konventioner. I det tredje steget identifieras 20–25 bolag där problemen är påtagliga och väldokumenterade. Här väljer Etikrådet ut cirka 10–15 stycken för ett aktivt ägarstyrningsarbete och dialog. Listan ses över en gång i halvåret. För att kvalitetssäkra information tas branschexperter in vid behov. Dock finns inga på förhand avsatta resurser för sådant, utan fonderna får finansiera den typen av insatser från gång till gång.

Urvalet sker utifrån en bedömning av hur allvarliga de incidenter är som rapporterats, snarare än utifrån innehavets storlek. En annan faktor är om man bedömer att det handlar om enstaka händelser eller om ett mer systematiskt beteende.

Etikrådet valde i början av 2007 ut tolv bolag för aktiv bearbetning. Senare utökades dialogen till att omfatta ytterligare två bolag. I flera fall har Etikrådet samarbetat med andra investerare, både svenska och utländska, för att tillsammans öka trycket på företagen.

Tre exempel på pågående företagsdialoger inom ramen för Etikrådet:*BHP Billiton Plc – facklig verksamhet*

Händelse: Bolaget har kopplats till kränkningar av rätten att teckna kollektivavtal i Australien vilket strider mot ILO-konventionen om organisationsrätt och kollektiv förhandlingsrätt.

Mål: Att BHP Billiton ändrar sina anställningsförfaranden så att tecknande av individuella avtal inte är ett avgörande villkor för anställning utan att de anställda har rätt att teckna kollektivavtal.

Kommentar: Enligt lagstiftningen i Australien är det tillåtet för bolag att teckna individuella kontrakt med arbetstagare. Lagen har kritiserats av ILO under flera år eftersom den anses strida mot ILO:s kärnkonventioner. I samband med regeringsskiftet under 2007 ökade förväntningarna på att arbetslagstiftning skulle ändras och reflektera de internationella rättigheterna.

Bridgestone Corporation - barnkonventionen

Händelse: Bolaget har kopplats till barnarbete på företagets gummiplantage i Liberia i strid med FN:s konvention om barnets rättigheter.

Mål: Att Bridgestone vidtar konkreta åtgärder för att förhindra förekomsten av barnarbete samt implementerar en granskningsmekanism för att säkerställa att dessa efterlevs. I förebyggande syfte bör företaget anta en policy om barnarbete för hela sin verksamhet.

Chevron Corporation – mänskliga rättigheter

Händelse: Företaget har kopplats till kränkningar av mänskliga rättigheter i Nigeria i strid med FN:s grundläggande principer om användning av våld och vapen av tjänstemän inom brottsbekämpande myndigheter.

Mål: Chevron har antagit ett ramverk, de så kallade Voluntary Principles on Security and Human Rights, för att värna om mänskliga rättigheter i samband med säkerhetspersonalens arbete. Målet är att företaget redovisar hur det implementerat sin policy praktiskt för att säkerställa efterlevnad.

Kommentar: De fonder som hade innehav i Chevron vid tiden för bolagsstämman 2007, röstade för en resolution som lades fram av amerikanska aktieägare och som uppmanade bolaget att ta fram en tydligare och mer robust policy för mänskliga rättigheter. Resolutionen fick nära 27 procent av rösterna vid bolagsstämman, vilket betraktas som en väldigt stark signal från aktieägarna om att frågan bör adresseras av företaget.

Källa: Etikrådet årsrapport för 2007

Etikrådet publicerade i april 2008 sin första årsrapport avseende verksamheten 2007.¹¹ I rapporten valde Etikrådet att gå ut med namnen på de företag som man för en aktiv dialog med, och vilka mål man vill uppnå i de enskilda fallen. Dock redovisas inga detaljer från pågående dialoger, eftersom möjligheterna till framgång i dialogen sägs bygga på att det finns ett förtroende mellan Etikrådet och de bolag man diskuterar med. Så länge man bedömer att det finns realistisk möjlighet till positiv påverkan fortsätter man dialogen. Visar det sig att något förändringsarbete inte kommer igång kan Etikrådet rekommendera respektive AP-fond att avyttra sitt innehav i bolaget. Varje fond beslutar dock själv om man vill göra detta eller inte.

Några slutsatser

Kommittén gör bedömningen att bildandet av Etikrådet varit positivt. Kraftsamlingen av resurser innebär att man etablerar en mer systematisk process som ger större tyngd i agerandet mot företagen. Man blir också mer intressant som samarbetspartner för andra internationella investerare. Bildandet av Etikrådet förefaller också ha inneburit att arbetet med hållbarhetsfrågor fått en större tyngd och legitimitet även internt i fonderna.

Samtidigt innebär avsaknaden av egna analys- och kansliresurser att det kan vara svårt att bedöma och kvalitetssäkra det material fonderna får från (den enda) konsulten.

Man kan notera att det i Etikrådets rapport framstår som (och möjligen också är) konsultfirmans bedömningar snarare än Etikrådets som redovisas. Det innebär inte – vilket ska betonas – att dessa analyser behöver vara dåliga eller felaktiga, men det är ett problem om Etikrådet och de enskilda fonderna inte har resurser att självständigt och utifrån en egen analys och värdering göra ett välunderbyggt ställningstagande till det material man får. Problemet försvåras ytterligare av att konsulten själv har tämligen blygsamma analysresurser. Det finns också anledning att fundera över om det är tillräckligt och tillfredställande att förlita sig på underlag och bedömningar från bara ett och samma analysföretag. När det gäller så pass komplexa bedömningar som det ofta måste blir fråga om torde s.k. second opinions vara mycket värdefulla. Även om

¹¹ Etikrådet: Årsrapport 2007.

utbudet av denna typ av konsulter är begränsat inom Sverige, finns flera sådana utomlands.

Ett annat generellt problem är att man, som antytts, i viss mån tvingas "leta under lyktan". För det första kan man i praktiken bara någorlunda väl fånga upp vad som görs av noterade bolag. Dessa utgör trots allt en relativt begränsad del av de företag som finns och som skulle kunna vara potentiella investeringsobjekt.¹² De noterade bolagen kan antas hålla en genomgående bättre etik- och miljöstandard just beroende på sin publika natur. För det andra är den "screeningsbara" informationstillgången normalt avsevärt bättre för bolag i utvecklade demokratiska länder än i sämre utvecklade och/eller auktoritärt styrda länder. Med någon tillspetsning kan man alltså säga att man kan hålla en relativt god kontroll på noterade bolag i utvecklade länder där problemen torde vara minst, men betydligt mindre kontroll på onoterade företag och på företag i utvecklingsländer där problemen torde vara störst.

En lösning på detta skulle vara att bara investera i bolag som går att kontrollera fullt ut – men då skulle man sannolikt få begränsa sina investeringsmöjligheter avsevärt, vilket skulle innebära en konflikt med avkastningsmålet. Å andra sidan är det självklart minst lika oacceptabelt att investera i bolag som inte kan eller vill ge någon som helst information om viktiga ESG-aspekter. Långsiktigt kan detta till en del lösas med bättre analysmetodik, effektivare informationsinhämtning och ökade rapporteringskrav, men man kommer aldrig att ha fullständig eller ens tillnärmelsevis fullständig kunskap. Beslut att investera eller inte investera måste alltså tas under mer eller mindre stor osäkerhet (även) när det gäller ESG-faktorer. Det handlar också här om nödvändigheten av ett balanserat risktagande, en löpande avvägning mellan risker och möjligheter, parallellt med att man över tiden kan höja ambitionsnivån i takt med att beslutsunderlaget förbättras och metodiken utvecklas. Här har fondernas styrelser det övergripande ansvaret för hur den generella strategin ska se ut.

¹² Med nuvarande placeringsregler är dock fondernas "universum" i huvudsak begränsat till de noterade bolagen.

4.6 Effekterna hittills

Effekter på avkastningen ?

AP-fonderna har alla en likartad syn på frågan om det går att kombinera ambitionen att vara ansvarsfull investerare med målet om hög avkastning på fondkapitalet. I synnerhet i ljuset av den långsiktiga inriktning fonderna har, ser man ingen konflikt mellan dessa mål, tvärtom framhålls ofta de värdehöjande och riskreducerande effekterna av ett sådant angreppssätt och därmed de positiva avkastningsmöjligheter det innebär, och dessa ses som tyngre vägande än de negativa effekter ett eventuellt krympande investeringsuniversum skulle kunna skapa.

Samtidigt betonas också att detta inte är något som man, i varje fall än så länge, gör anspråk på att kunna ”bevisa”; man har inte i siffror kunnat belägga några entydiga indikationer på effekter åt någondera hållet. Det är förvisso svårt att mäta och värdera detta på ett rättvisande sätt, i synnerhet eftersom det i praktiken är en ganska kort tidsperiod som kan mätas, och det är fortfarande ett ganska litet antal bolag som varit föremål för uteslutningar eller ESG-dialoger. Sjunde AP-fonden gjorde dock 2004 ett försök att kvantifiera effekterna, baserat på avkastningen hos de bolag man uteslutit, relativt de bolag som fanns i portföljen. Den bedömningen indikerade att avkastningseffekten så långt var i stort sett plus minus noll, samtidigt som risknivån ökade något.¹³

Internationellt har på senare år ett ganska stort antal akademiska och andra studier gjorts där man försökt att beräkna och analysera avkastningseffekterna för olika investerare av att tillämpa ”ESG”- eller hållbarhetsfaktorer i placeringspolicyn.

Kommittén har låtit göra en studie i form av en inventering av en rad olika akademiska undersökningar och rapporter som på olika sätt försöker bedöma den typen av effekter.¹⁴

I studien konstateras att den mesta forskningen kring avkastningseffekter baseras på studier av olika värdepappersfonder snarare än institutionella investerare som pensionsfonder. Ett skäl till detta är att det enligt rapportförfattaren generellt är svårare att få uppgifter från dessa institutionella investerare. Ett annan faktor som försvårar bedömningar och jämförelser är att medan det i

¹³”Utvärdering av etikpolicyn” Styrelsepresentation, 2004-08-30. Daniel Barr, Sjunde AP-fonden.

¹⁴”Doing Well While doing Good” författare Kees Koedijk och Jenke Ter Horst (Bilaga 5 till utredningen).

åtskilliga år funnits många värdepappersfonder som arbetat med olika slag av etisk profil, är de institutionella investerarnas intresse och aktivitet ett fenomen som tagit fart de allra senaste åren – AP-fonderna är ett av många exempel. De slutsatser som kan dras när det gäller effekterna för värdepappersfonder är inte utan vidare tillämpbara på institutionella investerare, bland annat därför att de institutionella investerarna normalt har avkastningen som tydligt överordnad målsättning, vilket, som nämnts tidigare, inte behöver gälla för en etisk fond. Likväl har jämförelser naturligtvis ett intresse i sammanhanget, beaktat att de måste göras med viss försiktighet.

När det gäller faktiska effekter på avkastningen refereras ett antal studier, baserat på olika marknader och tidsperioder. En undersökning beskriver en jämförelse mellan ett stort antal (320) konventionella fonder och ett relativt stort antal (32) ”SRI-fonder” i USA där huvudslutsatsen var att etikfonder som funnits på marknaden än längre tid gav genomgående bättre avkastning än de konventionella fonderna, medan det omvända gällde för mer nyetablerade fonder med etisk profil.¹⁵ Skillnaderna var dock inte i någondera fallet statistiskt säkerställda. En annan undersökning jämförde fonder i USA, Storbritannien och Tyskland under 1990-talet, där de brittiska SRI-fonderna avkastade något bättre än konventionella fonder och de amerikanska något sämre. I det tyska fallet fanns ingen påvisbar skillnad. I en tredje studie jämfördes utvecklingen i sjutton olika länder, där man i samtliga länder ansåg sig kunna visa en sämre avkastning för etiska fonder. Skillnaden var dock statistiskt signifikant bara i två av dessa länder – varav det ena var Sverige.

Slutsatsen som dras i studien är att det generellt är svårt att belägga några signifikanta skillnader i avkastning mellan värdepappersfonder med respektive utan etisk inriktning.

En annan vinkel på frågeställningen är att se på hur aktiepriset utvecklats för företag som adresserar ESG-frågor; man kan då arbeta med en hypotes att aktiemarknaden förbiser eller i varje fall underprissätter denna typ av information. Den investerare som, relativt marknaden i övrigt, bättre inser värdet av detta och placerar därefter, bör därmed kunna få en högre avkastning. Frågan är alltså om en sådan felprissättning finns eller inte.

¹⁵ För referens till originalrapporter/-artiklar, se bilaga 5.

Två undersökningar refereras som riktar in sig på hur analytiker i marknaden uppfattar ESG-information och aktievärdering. I en undersökning som genomfördes 2007 var slutsatsen att flertalet analytiker ansåg att ESG-frågor hade positiv betydelse, i synnerhet på sikt, men att detta inte fullt ut avspeglades i aktiekurserna. En annan undersökning gav vid handen att även i de fall företagen gav information om frågor med koppling till etik och miljö, var analytiker genomgående inte särskilt intresserade av att utnyttja den.

I rapporten refereras vidare en studie där man utnyttjade s.k. "eco-efficiency ratings"¹⁶ som relaterades till företagsvärdet, mätt med "Tobin's q".¹⁷ För den period som undersöktes – 1995–2003 – visade resultaten att en portfölj av företag med högst "rating" gav tydligt högre avkastning än en portfölj med de företag som hade lägst rating. Detta kan indikera att marknaden underprissätter denna typ av information. En annan studie har granskat vilka effekter olika miljöskandaler fått för aktierna för de företag som berörts, byggt på 142 sådana "skandaler" under åren 2003–2006. Här dras slutsatsen att detta har haft en signifikant negativ effekt, men bara för europeiska företag, inte för amerikanska.

Förhållanden som rör bolagsstyrning – dvs. "G"-faktorn i "ESG"- och kopplingen till aktievärde och avkastning har också varit föremål för forskning. En undersökning som bygger på amerikanska förhållanden, pekar på att en investeringsstrategi där företagen väljs utifrån att de bedöms "well-governed" ger tydligt bättre resultat. En liknande undersökning på europeisk botten ger liknande slutsatser, även om bilden skiljer sig mellan olika delar av Europa. Rapportförfattaren drar utifrån dessa och ett antal andra studier slutsatsen, att en portfölj som bygger på ett positivt urval av företag utifrån ESG-aspekter kan ge ett bättre finansiellt resultat.¹⁸

Ytterligare en aspekt när det gäller avkastningseffekter är frågan om huruvida en dialogansats från investerarens sida ger bättre avkastningseffekter än en "traditionell" uteslutningsstrategi. Här är huvudslutsatsen att detta än så länge måste ses som en öppen fråga, även om det finns vissa empiriskt grundade argument som talar för att "aktivism" kan ha ett positivt aktieägarvärde.

¹⁶ "eco-efficiency" syftar till att ge ett mått på hur man skapar värde med lägsta möjliga miljöpåverkan. Dessa data har utvecklats av det brittisk-amerikanska analysföretaget Innovest.

¹⁷ "Tobin's q" är kvoten mellan värdet av den total aktiestocken och återanskaffningspriset på kapitalet. Ett högt värde för Tobin's q bör ge incitament till ökade investeringar och vice versa.

¹⁸ Bilaga 5, s. 12.

Den bild som ges i den översikt kommittén låtit göra kan kompletteras med en översiktstudie som gjordes av konsultföretaget Mercer år 2007.¹⁹ Här gjordes en systematisk genomgång av trettio olika studier, akademiska och andra, utförda med olika metodik, för olika tidsperioder och olika länder. Tre av dessa visade ett negativt utfall när det gällde ESG-faktorer och avkastning, fjorton ansågs ge ett neutralt budskap, medan tretton landade i en positiv bedömning. Några generella slutsaster som dras i rapporten är att det inte finns några enkla samband mellan ESG-aktivitet och det finansiella utfallet; att arbeta med ESG måste ses som en del i en större helhet. Man menar också att ESG-aspekter inte är en investeringsstil i sig (vilket man menar att många tror) men som däremot är en aspekt som kan integreras i nästan alla investeringsstilar.²⁰ Man konstaterar också att ett grundläggande problem med att integrera ESG-faktorer i investeringsbeslut är den kultur av kortsiktighet som präglar många investerare.

Ska man försöka sammanfatta denna något brokiga bild kan man *för det första* konstatera att det rent generellt är svårt att kvantifiera avkastningseffekterna av ESG-hänsyn i investeringspolicyn på något exakt sätt, *för det andra* att det så här långt inte finns några tydliga indikationer på vare sig negativa eller positiva effekter för AP-fonderna, och *för det tredje* att de internationella studierna något oftare förefaller peka mot positiva än mot negativa effekter. Utifrån detta torde man åtminstone kunna säga så mycket att det inte finns något som talar för att "hållbara" finansiella placeringar skulle vara systematiskt sämre ur avkastningssynpunkt än "konventionella" placeringar.

Påverkan på bolagens uppträdande – generellt

Som nämnts tidigare är det uppenbart att företag under senare år överlag lagt allt större fokus på etik- och miljöfrågor inom ramen för det som brukar betecknas CSR – *Corporate Social Responsibility*. Sannolikt har kraven från olika slag av investerare haft en påverkan här, men i vilken uträkning detta specifikt ska tillskrivas investerarnas insatser, eller t.o.m. enskilda investerare, relativt media, kyrkor, fackliga och ideella organisationer etc är omöjligt att säkert avgöra. Dock finns viss s.k. anekdotisk evidens kring ett

¹⁹ "Demystifying Responsible Investment Performance" Rapporten utarbetades av Mercer i samverkan med FN-organet UNEP Finance Initiative.

²⁰ Jämför Erik Sjöbergs studie (bilaga 2).

antal fall där enskilda eller grupper av investerares insatser haft konkret påverkan. När det gäller AP-fonderna finns ett antal exempel nämnda i Etikrådets rapport där AP-fonderna haft kontakt med företaget och där förbättringar efterhand kommit till stånd.²¹ Sjunde AP-fonden, som inte deltar i Etikrådets arbete eftersom man inte har samma legala förutsättningar att agera som aktiv ägare, hävdar att många företag är mycket angelägna om att inte bli "svartlistade" av sjunde AP-fonden, eftersom detta ses som synnerligen belastande ur varumärkessynpunkt.

Hur har svenska företag påverkats av AP-fondernas "dialoger"

De dialoger AP 1–4 har med svenska bolag sköts av varje fond individuellt. Här för man samtal med företagen om de risker och affärsmöjligheter som företagens arbete innebär och följer upp detta över tid. I vissa fall kan man också följa upp negativa händelser som rapporterats i media, som rapporter om barnarbete eller andra problem, men det kontinuerliga arbetet med bolagsdialoger vilar ändå på proaktiva snarare än reaktiva grunder.

Vad gäller AP-fondernas *påverkan* på de svenska portföljbolagens arbete med CSR och hållbarhetsfrågor kan man konstatera att fonderna spelar en viktig roll i att ge frågorna mer legitimitet internt i bolagen. Enligt en studie som utredningen låtit göra, vittnar ett flertal bolag om att det gör skillnad att viktiga aktörer som AP-fonderna ställer frågor och bedömer bolagens CSR-arbete. Intresset från ägarna bekräftar att det är nödvändigt att frågorna finns med på företagets dagordning och kan medverka till att frågorna i högre grad diskuteras av ledningsgrupp och styrelse.²²

Samtal om dessa frågor med portföljbolagen sker oftast i bilaterala möten, där AP-fonderna följer upp det bolagen skrivit i sina hållbarhetsredovisningar. Typiskt sett frågar AP-fonderna om bolagens mål för olika miljö- och etiska frågor, vad de gör för att uppnå målen, om bolagen gjort riskanalyser gällande miljö- och etik, vad de har för system för att hantera risker, hur uppförandekoder implementeras och följs upp osv.

Studien visar att AP-fondernas främsta direkta inverkan på de svenska bolagen i fråga om deras CSR- och hållbarhetsarbete gäller

²¹ Se Etikrådets rapport 2008.

²² "AP-fondernas inverkan på portföljbolagens arbete med etik och miljö" av Emma Sjöström (Bilaga 6 till utredningen).

informationsgivningen; många bolag är fortfarande nybörjare på att ta fram hållbarhetsredovisningar, och AP-fonderna är tillsammans med andra investerare pådrivande i att öka transparensen kring dessa frågor. En tydlig redovisning är nödvändig för att ägarna ska kunna göra en adekvat analys av bolagen, och är samtidigt ett viktigt verktyg för bolagens egen uppföljning och en nödvändig del i ett konstruktivt hållbarhetsarbete. När bolagen tvingas adressera målbilder och riskbedömningar av olika områden kan det leda till att vissa frågor synliggörs mer än tidigare hos bolagen, och att de hanteras på ett aktivt sätt.

Studien visar samtidigt att AP-fondernas direkta påverkan på portföljbolagens hållbarhetsarbete, dvs. det arbete man sedan rapporterar om enligt ovan, är marginell. AP-fonderna upplevs med andra ord inte som pådrivande när det gäller att få bolagen att arbeta mer med vissa frågor än tidigare (exempelvis att minska sina koldioxidutsläpp mer än man från början tänkt), eller att börja arbeta med frågor man inte tidigare adresserat (exempelvis för ett företag i textilbranschen att följa upp vattenförbrukningen i sin produktion om man inte redan gör det). Däremot kan i förlängningen det tryck AP-fonderna sätter på bolagen angående informationen om dessa frågor få en sådan konsekvens, genom att företaget börjar se över de mål man sätter för sin verksamhet när det gäller etik och miljö, och därmed börjar utarbeta strategier för att uppnå målen.

Sammanfattningsvis kan man konstatera att det faktum att AP-fonderna väljer att föra dialoger med portföljbolagen om miljö och etik gör skillnad; det leder till att bolagen utökar och förbättrar sin externa redovisning på området, vilket i sin tur kan påverka det underliggande arbetet på ett positivt sätt, och det leder också till att frågorna ges mer tyngd internt i bolagen.

En slutsats i studien är att förvaltarna bör involveras i miljö- och etikfrågor i högre grad än idag, även om en sådan process är på gång i fonderna. Detta skulle dels bidra till att frågorna integrerades i bolagens strategiska och affärsdrivande arbete snarare än betraktas som en sidoverksamhet, dels skulle det bidra till att kunskapsnivån om frågorna hos förvaltarna ökade.

Vad gäller formen för hur dialogerna med bolagen förs så har det visat sig att ett par bolag på senare tid har valt att samla ett flertal ägare till gemensamma möten. Detta är kostnadseffektivt både för företagen, för fonderna och för andra deltagande investerare. Det kan också bidra till att minska risken för insider-

situationer som skulle kunna uppstå om fonderna träffar bolagen enskilt. Samtidigt bör påpekas att ingenting i dag tyder på att fonderna i praktiken skulle ha försatts i några insidersituationer genom de dialoger de fört.

Med andra ord framstår det enligt kommitténs uppfattning som önskvärt att AP-fonderna kan samverka visavi de svenska företagen när det gäller ESG-frågor. Det skulle sannolikt ge ett tydligare genomslag i företagen, samtidigt som det skulle vara kostnads-effektivt både för fonderna och för portföljbolagen. Detta bör enligt kommitténs uppfattning vara möjligt att göra utan att komma i konflikt med den av statsmakterna önskade självständigheten hos de enskilda fondförvaltningarna.

Summering

Två grundläggande frågor man kan ställa när det gäller att utvärdera AP-fondernas placeringsriktlinjer när det gäller miljö och etik är dels om och hur det har påverkat fondernas primära mål, dvs. avkastningen, dels om arbetet med miljö och etik gett något resultat i så måtto att företagen påverkats att lägga större vikt vid hållbarhetsfrågor och att rätta till brister som AP-fonderna påtalat.

När det gäller effekter på *avkastningen* kan man inte belägga några entydiga effekter. Ett skäl är att de företag som utesluts, eller som man valt att inte gå in i, eller som man bedrivit dialoger med utifrån miljö- eller etikaspekter, fortfarande är så pass få till antalet att genomslaget på totalnivå med nödvändighet blir marginellt. Även i övrigt finns betydande metodmässiga problem att skilja ut vilka avkastningseffekter som har sitt ursprung i någon form av etik/miljöpolicy från AP-fondernas sida respektive förändringar i avkastning som har andra orsaker. Likväl kan man konstatera att de olika undersökningar som gjorts, främst utomlands, oftare indikerar positiva än negativa effekter vad gäller avkastningen. I alla händelser kan man hävda att det inte finns empiriskt grundade skäl att hävda att hänsynstagande till hållbarhetsfaktorer skulle ge systematiskt sämre avkastning.

När det gäller hur *företagens beteende* påverkats är det också svårt att ge ett entydigt svar och av flera skäl. Ett skäl är att arbetet med dessa mål pågått bara några år, och i synnerhet effekter på hur företag uppträder på marknaden kan förväntas ta relativt lång tid att bli tydligt skönjbara. Ett annat och mer grundläggande skäl är

att det rent metodmässigt är nästintill omöjligt att belägga att en viss beteendeförändring specifikt kan hänföras till AP-fondernas eller till en enskild AP-fonds agerande; som framgått är det en snabbt växande grupp investerare världen över som arbetar aktivt med dessa frågor. Därutöver kan det givetvis också finnas andra skäl till och drivkrafter bakom ett förändrat beteende än krav från investerare och kapitalförvaltare. Dock kan konstateras dels att det är allmänt omvittnat att företag generellt blivit mer lyhörda för hållbarhetsfrågor under senare år, och att den studie vi låtit göra visar att AP-fonderna bidragit till detta, dels att det finns ett antal enskilda fall där AP-fonderna, själva eller tillsammans med andra investerare, har haft ett påvisbart inflytande.

5 Avkastning, etik och förtroende – några frågeställningar

Kommitténs bedömning: Förtroende förutsätter trovärdighet, som i sin tur underbyggs genom kompetens, öppenhet, integritet och välvilja (eng. *benevolence*). Var och en av dessa faktorer ger vägledning för hur fonderna bör arbeta generellt och med miljö och etik specifikt.

Att genom en hög avkastning möjliggöra goda levnadsförhållanden för landets pensionärer är i sig ett grundläggande etiskt mål. Uppgiften är att förena denna ambition med ambitionen att inte skada andra människors frihet och välbefinnande. Detta kräver nyanserade bedömningar och ibland komplicerade avvägningar. Den s.k. konventionsgrund som hittills har legat till grund för AP-fondernas arbete med miljö och etik är ett uttryck för demokratiskt förankrade värden, men utgör inte i sig en etisk grund. Fonderna behöver utveckla en värdegrund med den svenska regeringsformen som utgångspunkt. Detta hindrar inte att man arbetar utifrån internationella konventioner, men en värdegrund ger konventionerna en synlig etisk plattform.

Genom begränsningar av ägandet av svenska bolag har AP-fonderna inte samma möjligheter som andra institutionella investerare att fungera som aktiva ägare. Detta gäller särskilt Sjunde AP-fonden som inte har rätt att rösta för fondens svenska aktier. Denna begränsning bör avskaffas.

Dialog med företrädare för portföljbolagen är ett vanligt sätt för institutionella ägare att utöva inflytande. Det är viktigt att utveckla tydliga spelregler för hur dessa ska skötas. Ersättningsfrågorna har nära koppling till förtroendet för bolagen och deras ägare. På detta område har AP-fonderna utvecklade riktlinjer som kan läggas till grund för fortsatta aktiva insatser.

5.1 "Att uppbära allmänhetens förtroende"

Beroende, förtroende och kontroll

Vikten av förtroende för AP-fonderna intar en central roll i den proposition där förslaget till det reformerade AP-fondssystemet år 2000 förelades riksdagen, liksom i senare officiella dokument kring AP-fonderna. Inte minst skrivningar kring AP-fondernas arbete med etik- och miljöaspekter är ofta direkt knutna till vikten av att befästa ett gott allmänt förtroende för fonderna.

Varför är förtroendet viktigt? Generellt är förtroende en avgörande faktor i all finansiell verksamhet och i synnerhet när det handlar om långsiktigt sparande. Anledningen är att det för en enskild är svårt, för många i praktiken omöjligt, att följa och bedöma en kapitalförvaltares arbete och ännu svårare att bedöma dennes förutsättningar att göra ett gott arbete under årtal framåt. Där den säkra kunskapen tar slut måste förtroendet ta vid. Allt detta blir extra accentuerat när det handlar om en förvaltare man inte själv valt och inte heller kan välja bort.

Förhållandet mellan två parter, exempelvis en pensionsförvaltare och en pensionär (eller blivande pensionär), kan beskrivas som en balans där en är starkare och en är svagare. Överläge och underläge kan vara ett utflöde av skillnader i ekonomiska resurser, skillnader i kunskap och informationstillgång, i reella möjligheter att lämna relationen etc.

Underläge innebär beroende. Ju viktigare ting det handlar om för den som är beroende, ju angelägnare är det naturligtvis att kunna hantera riskerna med detta beroende. Om beroendesituationen i någon mening antas vara given kan beroendet i princip hanteras på två sätt: dels med *kontroll*, i vid mening, dels med *förtroende*.¹ Man kan alltså se förtroendet som en restpost: allt som man inte kan, vill, orkar eller hinner kontrollera måste hanteras med förtroende. Det innebär också att man accepterar att i viss utsträckning vara sårbar för den andra partens handlingar.²

¹ Ett sätt att minska beroendet av en starkare aktör – och därmed behovet av såväl förtroende som kontroll – är att hitta alternativ. Om det finns flera leverantörer av en produkt, dvs det finns en fungerande marknad, minskar beroendet av en enskild aktör eftersom man alltid kan byta.

² Den sydafrikanska förtroendekommissionen, som tillsattes med syfte att hela såren efter apartheidpolitiken, definierar förtroende (trust) på följande sätt: "The willingness of a party to be vulnerable to the actions of another party based on the expectation that the other will perform a particular action important to the trustor, irrespective of the ability to monitor or control that other party". (Mayer, R., Davis, J. and Shoorman, F.: "An integrative model of organizational trust", *Academy of Management Review*, Vol. 20 No. 3, 1995).

AP-fonderna är en del av det finansiella systemet i Sverige. Det faktum att de finansiella tjänsterna, som påpekats, ofta är både komplexa och samtidigt av stor betydelse för den enskildes välfärd, är huvudförklaringen till att finanssektorn i utpräglad grad är en bransch som är förtroendekänslig – något som för övrigt mycket tydligt demonstrerats under den oro som präglat de internationella finansmarknaderna under hösten 2008. Men det gäller också för andra samhällsområden, exempelvis sjukvården; här finns samma kombination av komplexa och för den enskilde svårbedömda tjänster och en stor, i det fallet ibland bokstavligen livsavgörande, betydelse.

I synnerhet när det gäller förhållanden inom det ekonomiska livet är det dessutom så att om ett grundläggande förtroende mellan aktörerna saknas eller försvinner stiger kostnaderna; om man inte fullt ut litar på varandra kan aktörerna se sig tvungna att säkra sig med mer detaljerade och komplexa avtal än vad man annars skulle behöva, skaffa garantier och försäkringsarrangemang etc. Ökad kontroll innebär med andra ord högre kostnader och därmed lägre effektivitet. Omvänt kan man säga att förtroende inte bara är något som ökar den allmänna trevnaden i samhället – det är dessutom mycket effektivt.

Förtroende är ett uttryck för en *relation* mellan två eller flera parter, snarare än en egenskap i sig; den egenskap som bygger under förtroende är *trovärdighet*. Om man bygger upp sin trovärdighet kan resultatet bli ett ökat förtroende. Om å andra sidan trovärdigheten får en törn tappar man förtroende.

Ökad trovärdighet underbygger förtroendet

Man kan arbeta på olika sätt för att öka sin trovärdighet. Forskarna Mayer, Davis och Schoorman, som arbetade med uppdrag kopplade till den Sydafrikanska förtroendekommissionen, urskiljde fyra dimensioner som en aktör kunde arbeta med i syfte att stärka sin trovärdighet och i förlängningen vinna eller behålla omvärldens förtroende:³

- kompetens
- öppenhet
- integritet
- välvilja (*benevolence*)

³ Se föregående not.

Den första dimensionen är alltså *kunskap och kompetens*. Att kunna sitt jobb, leverera i tid, hålla hög och jämn kvalitet, att ha goda rutiner och en effektiv organisation underbygger trovärdigheten och skapar förtroende.

Ju mer av *öppenhet och transparens* som råder kring företaget, eller organisationen eller myndigheten och dess verksamhet, desto större trovärdighet kan man vinna. Vad som ska kunna lämnas ut, hur information skall kvalitetssäkras och bli tillgänglig är frågor som kräver ställningstaganden. En fungerande öppenhet externt förutsätter också en god och systematisk intern kommunikationsprocess.

Den tredje dimensionen är *integritet*. Integritet handlar om att ha principer för sitt handlande och att ha förmågan att agera därefter; att inte vara alltför lättpåverkad av omständigheterna eller av andras önskemål, att inte låta sig frestas att ta förbjudna genvägar, att inte ge efter för lockelser till egna fördelar. Att ha integritet är med andra ord att inte låta sig korrumpas. Att detta har med trovärdighet att göra är uppenbart.

Den fjärde dimensionen för trovärdighet var i den sydafrikanska terminologin *benevolence*, som kan översättas med *välvilja*. Detta handlar bland annat om bemötande: de företag som vill vinna i trovärdighet måste möta sina kunder och andra intressenter med en genuin avsikt att åstadkomma en fruktbart möte. Kunden ska bli nöjd, samtidigt som företaget gör lönsamma affärer – hos ett seriöst företag finns en naturlig strävan att åstadkomma s.k. win/win-situationer. Ett grundelement och startpunkt när det gäller välvilja är vad som kan kallas *anständighet* – att följa givna regler, att uppträda hederligt och inte vilseleda eller skada kunder, anställda eller andra intressenter.

Att stärka trovärdigheten

Åtgärder för att befästa och stärka förtroendet för AP-fonderna och deras verksamhet kan diskuteras med dessa fyra kriterier som referensram; vilka typer av åtgärder skulle kunna vara relevanta för en trovärdighetsuppbyggnad utifrån respektive punkt?

- kompetens

Här handlar det om frågor som berör förvaltarnas, ledningens och styrelsens kunskaper för att sköta det kapitalförvaltningsuppdrag

man har. En sådan kompetens innefattar även kunskap om hållbarhetsaspekter. Åtgärder för att på olika sätt öka denna del av kunskapskapitalet bidrar till ökad trovärdighet.

- öppenhet

Öppenhet handlar om att för media och allmänhet, och för regering och riksdag, på ett tydligt och begripligt sätt kunna redovisa hur man tänker och hur man arbetar, bland annat med hållbarhetsfrågor. Det innefattar också hur verksamheten följs upp och utvärderas.

- integritet

Detta handlar bland annat om de professionella och personliga kvaliteterna hos de personer som arbetar i fonderna, och i synnerhet styrelse och ledning. Här finns också mer specifika aspekter, exempelvis hur man undviker att hamna i "lojalitetsrisker" eller insiderrisker när man arbetar med företagsdialoger. Det handlar också om att skapa rågångar mot påtryckningar från politiker eller från andra intressenter.

- välvilja

AP1–4 hanterar inte medel knutna till enskilda individer och har därför inga "kunder" att förhålla sig till och bemöta, utan svensk allmänhet i kollektiv bemärkelse. Att lägga vikt vid och visa att man seriöst arbetar med hållbarhetsfrågor och på basis av demokratiskt förankrade värderingar kan ses som ett uttryck för välvilja; att sträva efter en "win/win" situation både för avkastningen på pensionspengarna och för hållbarheten.

5.2 Vilken etik och vems etik ?

Drivas av värde eller av värderingar ?

I ett finansiellt sammanhang har "etik" i praktiken oftast handlat om att avstå från att tillhandhålla kapital till mottagare vars produktion och verksamhet anses stå i strid med de etiska normer och värderingar finansiären står för.

Det hittills vanligaste och mest allmänt bekanta uttrycket för etiskt grundad kapitalförvaltning har varit s.k. etiska fonder, som i

varierande form och utsträckning funnits på marknaden i åtskilliga decennier. Oftast har upplägget varit att inte investera i företag som producerar eller säljer exempelvis vapen, alkohol, tobak eller pornografi. För en etisk fond är målet att främja de normer och värderingar man ställt upp principiellt sett ganska enkelt. Fonden anger vilka principer man vill verka för när man placerar och inbjuder kunder som delar deras uppfattning att delta med sina sparpengar. De som inte delar fondens värderingar kommer inte att delta, och den som blir besviken på resultatet kan ta ut sina tillgångar och placera dem någon annanstans.

Men AP-fonderna har ett annat uppdrag. AP-fonderna är inte och kan inte vara "etiska fonder". Alla som arbetar i Sverige kan sägas ha tillgångar i och vara intressenter i AP-fonderna, samtidigt som ingen kan flytta pengarna någon annanstans. Detta ställer speciella krav på hur etik- och miljökrav formuleras och tillämpas, och en hållbarhetspolicy behöver ha bred demokratisk acceptans.

Det finns också, vilket är viktigt att notera, en annan tydlig och grundläggande skillnad i målbilden mellan en investerare som AP-fonderna, med ett uttalat huvudmål att uppnå hög avkastning, å den ena sidan, och mer "aktivistiska" investerare som etiska fonder, kyrkor, ideella och fackliga organisationer å den andra. Det grundläggande syftet med de senares verksamhet är inte att skapa finansiell avkastning utan att på olika sätt påverka samhället så mycket som möjligt utifrån sina värderingar. I deras fall blir därför avkastningen underordnad. Ett annat sätt att uttrycka detta är att investerare kan vara antingen *värddrivna* (t.ex. en pensionsförvaltare) eller *värderingsdrivna* (t.ex. en ideell organisation).⁴

Utgångspunkter för en etiskdiskussion

Etik avser studiet av och tänkandet kring gott eller ont, rätt eller fel. Delar av etiken fokuserar på förutsättningarna för etik som ett teoretiskt system, medan andra delar är tydligare relaterade till handling. Om man knyter etik till vissa verksamhetsområden kan man tala om *tillämpad* etik, t.ex. inom hälso- och sjukvården (vårdetik), inom vetenskapen (forskningsetik) eller inom affärslivet

⁴ Det innebär inte att en "värderingsdriven" organisation behöver sakna ambitioner när det gäller finansiell avkastning och professionell förvaltning – tvärtom. Bilden kan skifta mellan olika ideella organisationer i vad mån man aktivt använder sina finansiella resurser som ett påverkansmedel, men man har likväl – till skillnad från exempelvis en AP-fond – den möjligheten i sin hand.

(”business ethics”). Också inom de finansiella marknaderna har det under åren utvecklats en områdesetik, som tar sig uttryck i riktlinjer och normer för verksamheten. Den tillämpade etiken är i regel tydligt knuten till *handling* och diskuterar på vilka grunder man beslutar sig för att handla på ett visst sätt. Om man nöjer sig med att beskriva hur olika aktörer resonerar och agerar så kan man tala om *deskriptiv* etik. Om man också vill förorda ett visst agerande kallas det *normativ* etik.

Etiska handlingsprinciper eller normteorier har olika form och innebörder. Även om det finns många former och varianter kan man tala om två huvudinriktningar. Den ena brukar kallas *pliktetik* och tar sin utgångspunkt att man ska agera i enlighet med vissa normer som man moraliskt (och kanske även juridiskt) är förpliktad att följa, oavsett hur situationen är och vilka följder det får. Man kan då hänvisa till auktoriteter av olika slag, som lagstiftningens eller religionens bud. Man kan också härleda plikter ur föreställningar om rättigheter, t.ex. mänskliga rättigheter eller äganderätt, som ju vore meningslösa om man inte förväntar sig att de ovillkorligen skall respekteras av andra. En tredje källa till plikt kan vara olika former av överenskommelser som man ingått eller löften man givit, alltifrån stora övergripande ”sociala kontrakt” till mer vardagliga utfästelser.

Den andra huvudinriktningen är *konsekvensetiken*. Här är utgångspunkten vilka *effekter* ens agerande får för en själv (*egoism*) eller för andra grupper (*partikularism*). Om man försöker ta in hela mänskligheten i sitt perspektiv handlar det om *universalism*. Om man har ambitionen att med kvantitativa mått kalkylera olika positiva utfall (”olika nytta”) kan vi tala om *utilitarism*. Det kan handla om att maximera materiellt välstånd, att förbättra hälsa och miljö, eller ”lycka” i allmänhet.

När det gäller den etiska grund som är relevant för en pensionsförvaltare finns element från båda huvudlinjerna med i bilden. Målet att via en god avkastning skapa så stor ”nytta” som möjligt för pensionärerna representerar ett konsekvensetiskt betraktelsesätt. Samtidigt finns också tydliga inslag av pliktetik. Hänvisningen till auktoriteter som svensk lag och internationella konventioner är ett uttryck för detta. Man kan säga att pliktetiken definierar en *anständighetsgräns*. Också i den verktygslåda för kapitalförvaltning, som vi presenterat i kapitel 3, finns handlingsalternativ som bygger på den ena eller andra normteorin. Negativ screening resulterande i uteslutningar är tydligt grundat i en pliktetik. Dialoger för att

ändra företags agerande i ett visst avseende är lika tydligt ett konsekvensetiskt handlande. Vidare inspiration kan den intresserade söka i *dialogetik*, *dygdeetik* och andra normteoretiska alternativ, som vi inte har utrymme att gå in på här.

En renodlat konsekvensetisk ansats räcker således inte till som en etisk plattform för en pensionsförvaltare. Hög avkastning som skall resultera i goda pensioner måste kombineras med insikten om att det också finns värden som man i sin ambition att nå goda finansiella resultat inte kan kompromissa med.⁵

Värden och värdegrund

Mycket förenklat kan vi definiera värden som det vi anser vara viktigt i livet eller i en viss verksamhet. Att inventera vilka värden som står på spel i en viss verksamhet kan vara angeläget i sig själv. I ett nästa steg kan man sammanställa och rangordna dessa värden, diskutera om och hur de stödjer eller motverkar varandra, och vad de konkret kan innebära för en viss verksamhet. Olika värden kan under olika omständigheter bli mer eller mindre angelägna, utan att fördenskull upphöra att vara viktiga värden. En sådan rangordning av värden kan resultera i en värdehierarki eller *värdeordning*, som kan bilda utgångspunkt till exempel för nödvändiga prioriteringar.

En sådan medveten värdeordning, som alltså är inte bara en lista med några positiva värdeord, kan kallas en *värdegrund* om man på dess grundval bygger upp en viss verksamhet. Värdegrunden ska göra det möjligt att få en stadga i en viss verksamhet, både vad avser mål och medel. Med värdegrundens hjälp ska man kunna motivera och kommunicera skälen till att strategier utformas på ett visst sätt eller den operationella verksamheten utförs på ett visst sätt. När man inom företagsvärlden har talat om *treenigheten vision – mission – values*, så är det detta det handlar om. De tre hänger ihop och förklarar varandra.

Varje myndighet eller annan organisation behöver för sin verksamhet utforma och kommunicera sin egen värdegrund. För AP-fonderna gäller det alltså att forma och ge uttryck för ett *genomtänkt system av värden* som ska användas som utgångspunkt och motivering för verksamheten. För statliga myndigheter som AP-fonderna är de värden som regeringsformen uttrycker en självklar

⁵ Hur detta kan kombineras med proaktivt handlande utvecklas närmare av professor Per Bauhn i utredningens bilaga 2.

utgångspunkt, liksom de internationella, av Sverige undertecknade konventioner som fonderna redan nu lyfter fram som grundvalar för sin verksamhet. Sedan gäller att både internt och externt skapa en process kring utformningen av värdegrunden. Slutligen handlar det om "walk the talk", dvs. att faktiskt tillämpa den. En värdegrund måste vara ett levande dokument, inte något som förtvinar inom gyllne ram på en vägg.

En värdegrund för AP-fonderna

AP-fonderna ska basera sin verksamhet på grundläggande etiska värderingar med bred demokratisk legitimitet. Grundläggande uppfattningar och principer när det gäller hur landet ska styras, medborgerliga rättigheter etc. kommer till uttryck i olika offentliga dokument.⁶ Den givna utgångspunkten härvidlag är, som nämnts, regeringsformen, som är en av Sveriges fyra grundlagar. Regeringsformen innehåller regler för hur demokratin ska förverkligas i Sverige och hur makten ska fördelas mellan riksdagen, regeringen, kommunerna, landstingen och domstolarna. Här finns också grundläggande fri- och rättigheter nedskrivna.

1 kap. Statsskickets grunder

1 § All offentlig makt i Sverige utgår från folket.

Den svenska folkstyrelsen bygger på fri åsiktsbildning och på allmän och lika rösträtt. Den förverkligas genom ett representativt och parlamentariskt statsskick och genom kommunal självstyrelse.

Den offentliga makten utövas under lagarna.

2 § Den offentliga makten skall utövas med respekt för alla människors lika värde och för den enskilda människans frihet och värdighet.

Den enskildes personliga, ekonomiska och kulturella välfärd skall vara grundläggande mål för den offentliga verksamheten. Det skall särskilt åligga det allmänna att trygga rätten till hälsa, arbete, bostad och utbildning samt att verka för social omsorg och trygghet.

Det allmänna skall främja en hållbar utveckling som leder till en god miljö för nuvarande och kommande generationer.

Det allmänna skall verka för att demokratins idéer blir vägledande inom samhällets alla områden samt värna den enskildes privatliv och familjeliv.

⁶ Se även SOU 1997:28 "I demokratins tjänst", författare Lennart Lundquist. I denna bilaga till den s.k. Förvaltningspolitiska utredningen diskuteras bl.a. frågan om etiska riktlinjer för statsförvaltningen generellt i termer av "offentligt etos".

Det allmänna skall verka för att alla människor skall kunna uppnå delaktighet och jämlikhet i samhället. Det allmänna skall motverka diskriminering av människor på grund av kön, hudfärg, nationellt eller etniskt ursprung, språklig eller religiös tillhörighet, funktionshinder, sexuell läggning, ålder eller annan omständighet som gäller den enskilde som person.

Etniska, språkliga och religiösa minoriteters möjligheter att behålla och utveckla ett eget kultur- och samfundsliv bör främjas.

Lag (2002:903).

De punkter som mest direkt kan relateras till en investeringspolicy är de första och tredje styckena i den andra paragrafen. Det synsätt och den tankarum som kommer till uttryck i dessa stycken, liksom i övriga, kan sammanfattas i strävan att *stödja människors förmåga att uppträda som handlande individer genom att främja människors frihet och välbefinnande*.⁷ Människor ska ha rätten och möjligheten att agera för att förverkliga sina mål och behov så länge det inte hotar andra individers rätt och möjlighet till samma sak. Detta ska ses som centrala ingångsvärden för bygget av en för AP-fonderna relevant värdegrund.

Notera också att miljöaspekter och miljöhänsyn naturligt faller inom ramen för ett sådant betraktelsesätt; att värna miljön är i detta övergripande perspektiv också en i grunden etisk fråga. På en mer operationell nivå blir dock bedömningarna när det gäller miljöeffekter och hur de bör hanteras ofta mer tekniskt komplicerade, samtidigt som kunskapen om samband, effekter och metoder ständigt utvecklas och då också kontinuerligt måste påverka hur målsättningar ska bestämmas och krav formuleras.

Några konsekvenser för AP-fonderna

Goda pensioner ett etiskt mål

Att ta en utgångspunkt i människan som handlande individ kan kallas ett *aktörsperspektiv*. Vad innebär regeringsformens aktörsperspektiv om det tillämpas på AP-fondernas verksamhet? Först och främst handlar det om att idag, och på basis av ett demokratiskt fattat beslut, göra insatser för att främja nuvarande och fram-

⁷ Den amerikanska moralfilosofen Alan Gewirth menar att "Frihet" handlar om *formen* för vår handlingskapacitet, att utan tvång kunna agera utifrån eget informerat val, medan "välbefinnande" handlar om *innehållet* i vår handlingskapacitet, det vi behöver för att kunna handla; liv, hälsa, försörjning, säkerhet, utbildning. (Se bilaga 2).

tida svenska pensionärers välbefinnande och handlingskapacitet genom att skapa en god avkastning på fondernas kapital. Sett i det perspektivet uttrycker avkastningsmålet i sig en central etisk ambition. Dessutom innefattas vissa grundläggande rättigheter som är centrala förutsättningar för ett mänskligt aktörskap. Strävan efter hög finansiell avkastning måste förenas med dessa.

Att värna om eller gynna en avgränsad grupp människor – i detta fall pensionärerna – gör inte att målen i någon mening blir mindre värda ur etisk synpunkt. Det finns flera andra exempel på skyldigheter som uppkommer ur vad som kan kallas ”specifika ansvarsrelationer” och som inte utsträcks till individer utanför dessa relationer. Genom att sätta barn till världen ikläder sig föräldrar ett särskilt ansvar för dessa barn som de inte har till barn i allmänhet, och som ingen annan har till deras barn. Genom att ta anställning som livvakt, livräddare, läkare eller polis tar man på sig ett ansvar för att trygga andras liv, säkerhet och hälsa som inte andra personer har. Och genom att avge ett löfte eller skriva på ett kontrakt kan man på liknande sätt ta ett ansvar för att en viss uppgift eller transaktion utförs som inte delas av personer som inte avgivit detta löfte eller skrivit på detta kontrakt.⁸

Alternativet till att ha nytta för pensionärerna som överordnat mål skulle vara att påföra fonderna en mer sammansatt målbild, där mer ”aktivistiska” eller vittsyftande ambitioner när det gäller miljö, sociala frågor, nedrustning, näringspolitik eller andra politiska eller etiska mål skulle föras in, och som avkastningsmålet på något mer eller mindre oklart sätt skulle avvägas och jämkas mot. Men detta skulle stå i strid med AP-fondernas uppdrag och den etiska grundsystemet bygger på. Därutöver skulle det också ur andra synpunkter sannolikt vara negativt för fondernas arbete. En mindre entydig målbild skulle inte minst innebära risker ur transparens-synpunkt; exempelvis finns risken att svaga förvaltningsresultat skulle kunna urskuldas med hänvisning till svårsmåttbara framgångar på exempelvis miljö- eller etikområdet. Att utvärdera fondernas verksamhet skulle med sådana förutsättningar bli utomordentligt svårt. Därmed skulle det också innebära förtroenderisker.

⁸ Se bilaga 2, s. 2.

Andra etiska mål

Målet att genom att skapa avkastning åstadkomma nytta för pensionärerna kan alltså ses som det ur etisk synpunkt positiva målet för AP-fonderna. Samtidigt ska alltså detta mål nås utan att man genom sina investeringar på något sätt åstadkommer skada för (andra) människors "frihet och välbefinnande".

Här kan två slag av problem uppstå. För det första kan ett företag ägna sig åt produktion av varor eller tjänster som i sig hotar människors frihet och välbefinnande, inkluderat den fysiska miljön. För det andra kan företaget bedriva produktionen i sådana former att man, när det gäller anställningsförhållanden, arbetsmiljö eller extern miljöpåverkan, etablerar eller ökar ett sådant hot.

Om AP-fonderna ska arbeta med den typ av etiska överväganden, som kommer till uttryck i regeringsformen, som en utgångspunkt för placeringar, är det nödvändigt att väga in och bedöma ett antal faktorer som på olika sätt relaterar till hur en produkt eller ett produktionssätt påverkar eller kan tänkas påverka människors frihet och välbefinnande. Man måste nyanserat pröva när och under vilka omständigheter – exempelvis – vapenproduktion och vapenförsäljning motverkar eller främjar detta. I ett sådant perspektiv torde det vara ganska få produkter eller produktionsmetoder som alltid och under alla omständigheter är "oetiska". Det är också ganska få som alltid och under alla omständigheter är helt oproblematiska. Däremellan finns en bred zon där problem i vissa fall kan uppstå och som man som investerare har att klarlägga, bedöma och förhålla sig till.

Inga enkla svar

Att arbeta på detta sätt, med en bred och ingående analys av företag och deras produktion, är givetvis väsentligt mer komplicerat och intellektuellt krävande än att på basis av något lättobserverat kriterium (företaget producerar vapen, alkohol etc.) bara utesluta ett företag. Men etik är inte enkelt och tumregelsbaserat. Tillämpningen av principerna måste vara situationsberoende och ta många faktorer i beaktande. Det innebär också att de ställningstaganden som görs inte alltid blir självklara; man kan göra olika bedömningar och avvägningar och ibland komma till olika slutsatser. Detta kräver en öppen attityd och en vilja och förmåga att

publikt argumentera för och diskutera de ställningstaganden man gör.

Det som i slutändan ska prövas inom ramen för en aktörsorienterad ansats är i sammanträngd form följande: *medverkar företaget genom sina produkter eller produktionsmetoder till att samhällen och individer berövas frihet och välbefinnande?* Om svaret är ”ja” är inte företaget ett värdigt placeringsobjekt för en AP-fond.

Filosofen Per Bauhn exemplifierar i utredningens bilaga 2 resonemanget på följande sätt:

- - - På samma sätt bör man ha en mer komplex syn på produktion och handel med vapen. Vissa typer av vapen, som förefaller specifikt inriktat sig på att skada icke-stridande – man kan här tänka på de s.k. fjärlsminorna, som av barn lätt tas för leksaker – gör förvisso det framställande företaget till ett ovärdigt objekt för placeringar. Genom att i sin produktion ignorera skiljelinjen mellan skyldiga och oskyldiga, mellan stridande och icke-stridande, diskvalificerar sig företaget från det etiska ansvarstagande som är en nödvändig förutsättning för att vara ett värdigt placeringsobjekt. Men alla vapen är inte nödvändigtvis av detta slag.

I andra fall är det inte vapnet i sig, utan dess användning i en särskild konflikt eller av en speciell aktör som gör det problematiskt. Att möjliggöra ett väpnat försvar av en demokrati som upprätthåller sina medborgares rättigheter till frihet och välbefinnande är inget oetiskt. Annorlunda är det emellertid med företag som säljer vapen och utrustning avsedda för väpnade styrkor i en diktatur där medborgerliga rättigheter ignoreras, eller till en diktatur som med vapenmakt vill underkuva en demokrati, eller expandera sitt territorium på dess bekostnad. Ett sådant företag motverkar därmed respekten för de aktörsrelaterade rättigheterna till frihet och välbefinnande.

Eftersom etik inte handlar om att tillämpa enkla tumregler och mäta med enkla mått, kan etik inte heller reduceras till någon slags tävling där målet handlar om att vara så ”etisk” som möjligt, i meningen så allmänt restriktiv som möjligt i attityden till vissa företeelser; det är till exempel, som framgått, inte nödvändigtvis ”mer etiskt” att tillämpa en pacifistisk ansats och säga nej till alla former av vapenproduktion än att acceptera vissa former av detta.

En naturlig etisk utgångspunkt för AP-fonderna är alltså enligt kommitténs uppfattning det aktörsperspektiv som kommer till uttryck bl.a. i regeringsformen – att främja människors frihet och välbefinnande för att möjliggöra och stödja deras förmåga till eget självständigt handlande. Samtidigt är det viktigt att notera att regeringsformen i sig givetvis är för generell för att kunna användas

som ett operativt dokument för AP-fonderna. Regeringsformen och dess aktörsperspektiv är just en *utgångspunkt* för den värdegrund som vi menar att AP-fonderna måste utveckla och applicera på sin egen verksamhet.

Detta står inte – vilket ska betonas – i konflikt med den s.k. konventionsgrund som AP-fonderna tillämpat hittills, men ger konventionsgrunden ett synligt, etiskt fundament. Annorlunda uttryckt är det faktum att Sverige skrivit på olika internationella konventioner i grunden ett *uttryck* för den etiska grundhållning som framgår ur bl.a. regeringsformen, men konventionerna utgör inte i sig "etiken". Lagar, regler och konventioner är uttryck för en etisk hållning, men etiken är i sig något mer och vidare. Etik kan därför inte bara handla om att "följa lagen" – etiken tar vid där juridiken tar slut. Det hindrar inte att man mycket väl väljer att se konventionerna som relevanta och jämförelsevis operativa tillämpningar av de underliggande etiska grundvärdena, och därmed användbara byggstenar i en värdegrund.

Dessutom finns också ett specifikt värde att, i synnerhet på det internationella planet, arbeta med internationella konventioner som utgångspunkt. Om investerare som AP-fonderna använder sig av konventionerna visar man konkret att konventionerna faktiskt betyder något. Investerare kan bidra till att legitimera konventionerna och ge dem skärpa, dvs. göra dem till något annat och mer än sympatiska ståndpunkter i ett dokument.

Fondförvaltningens integritet

Idag har statsmakterna inte angett vilka värden som ska utgöra utgångspunkten för AP-fondernas arbete med miljö och etik. Att på det sätt vi diskuterat peka ut vissa grundläggande värden utgör ett visserligen generellt men dock ett ramverk eller om man så vill ett "direktiv" från det politiska systemet till AP-fonderna.

Men man kan givetvis se det som ett demokratiskt krav att statsmakterna ger betydligt mer detaljerade och handgripliga direktiv än så. Samtidigt finns tydliga nackdelar och risker med ett sådant vägval.⁹ Ett skäl är risken att placeringsverksamheten skulle bli – eller uppfattas som – en arena för politiska utspel. I så fall skulle allmänhetens förtroende för verksamheten allvarligt kunna

⁹ Bl.a. dessa frågor diskuteras på ett principiellt plan i OECD-skriften "Governance and Investment of Public Pension Reserve Funds in selected OECD countries".

undergrävas. Ett annat skäl är att mer detaljerade direktiv sannolikt skulle göra fondernas arbete med hållbarhetsfrågor betydligt mer reaktivt till sin karaktär; att utveckla värdegrund och förhållningssätt, fördjupa analysen osv. skulle inte framstå som relevant och nödvändigt. Ett tredje skäl är att detaljerade regleringar alltid riskerar att ganska snabbt bli obsoleta, irrelevanta och kringgångna. Slutligen handlar det om att resultatet av AP-fondernas förvaltning är en angelägenhet för *hela* befolkningen, inte för den politiska majoriteten eller förhärskande opinionen vid ett visst tillfälle. På pensionsområdet är det viktigt med långsiktiga, hållbara överenskommelser som stöds av breda grupper i samhället. Det är inte önskvärt att placeringspolicyn ändras vid varje regeringsskifte, än mindre som ett resultat av tillfälliga opinionssvängningar eller mediala kampanjer.

En jämförelse med en myndighet som Riksbanken kan vara relevant i sammanhanget, särskilt mot bakgrund av att Riksbanken, i likhet med AP-fonderna, har getts en mer tydligt självständig ställning visavi regeringen än andra myndigheter. Riksbanken har ramarna för sitt uppdrag definierat av riksdagen, på basis av en bred riksdagsmajoritet. Riksdagen utser också bankens styrelse (fullmäktige) som i sin tur tillsätter bankens ledning, och avkräver banken regelbunden information om hur man arbetar. Inom dessa ramar arbetar Riksbanken självständigt. Det politiska systemet kan inte intervensera i den löpande verksamheten och i det penningpolitiska beslutsfattandet, men har naturligtvis långsiktigt i princip obegränsade möjligheter att, om man så skulle önska, genom sin lagstiftningsmakt ändra riksbankens mål, arbetssätt och organisation. Operativ självständighet och stabila förutsättningar är alltså fullt förenligt med en tydlig demokratisk kontroll.¹⁰

Slutsatsen blir alltså att en mer detaljerad styrning av placeringsreglerna från riksdag och regering av flera skäl inte framstår som önskvärd. Däremot finns goda skäl att, som antytts, från statsmakternas sida precisera och tydliggöra de generella utgångspunkterna för arbetet. Utöver att peka ut regeringsformens grundvärden finns anledning att ange i lagen om AP-fonderna att miljö- och etikhänsyn ska beaktas i fondernas arbete. Det uppdrag när det gäller miljö- och etikhänsyn som idag finns i lagens förarbeten lyfts

¹⁰ I princip samma grundstruktur i det avseendet gäller också för rättsväsendet, där riksdagen stiftar lagarna, men där rättsväsendet tillämpar lagarna utan inblandning från det politiska systemet; enskilda rättsfall och domslut blir aldrig föremål för debatt och beslut i riksdagen.

i då in i lagtexten. Detta innebär inte en förändring eller förskjutning av AP-fondernas mål. Det markerar att ESG-hänsynen ska ses som en integrerad del i fondernas arbete och ger en samlad utgångspunkt för utvärderingen av fondernas verksamhet.

5.3 Kostsamt eller lönsamt ?

Finns målkonflikten ?

Det finns en grundläggande målkonflikt mellan ett avkastningsmål och exempelvis mål när det gäller etik och miljö om och i den mån det innebär att en investerare måste välja bort vissa företag eller branscher från sitt s.k. universum av potentiella investeringsmöjligheter. Det kan dels handla om att man avstår från placeringar som är lönsamma i sig och som skulle bidra till en högre avkastning i den samlade portföljen, dels handla om att möjligheterna till diversifiering, dvs riskspridning, beskärs; man kan på teoretiska grunder visa att, givet vissa antaganden, en maximalt väldiversifierad portfölj kommer att uppvisa det bästa utbytet mellan förväntad avkastning och risk.¹¹

Det har också framförts mer principiell kritik mot att företag ikläder sig uppgifter och uppdrag som inte direkt relaterar till målet att maximera lönsamheten. Ett klassiskt exempel är den artikel som för många år sen skrevs av Milton Friedman, under mottot "The business of business is business", där han bl. a. drev tesen att företag och företagsledningar inte har mandat att använda ägarnas pengar till verksamheter som inte förbättrar företagets lönsamhet och heller inget mandat att ägna sig åt i grunden politiska frågor; företag gör långsiktigt mest nytta för samhället när de koncentrerar sig på sitt grundläggande uppdrag – att bedriva effektiv och lönsam produktion.¹²

En krympning av "universum" kommer alltså närmast definitionsmässigt att skada avkastningen – allt annat lika. Men denna analytiska förutsättning avspeglar inte nödvändigtvis den faktiska verkligheten, där "allt annat" oftast är allt annat än lika. En hög standard när det gäller faktorer som miljö- och etikhänsyn kan

¹¹ Se Bilaga 5.

¹² Milton Friedman. "The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits", The New York Times Magazine 1970. Intressant är dock att notera att Friedman också skrev i artikeln att "...to make as much money as possible while conforming to the basic rules of the society, both those embedded in law and those embedded in ethical custom" (vår kurs).

nämligen också kan vara riskreducerande och värdedrivande, och därmed förenligt med lönsamhet. Ur det perspektivet kan det inte vara fel, inte heller från en ekonomiskt "ortodox" synpunkt, att i sitt tänkande och räknande vidga perspektiven och ta in faktorer som tidigare kan ha förbisetts, men som likväl är relevanta för företagen och deras utveckling.

Dessutom behöver miljö-/etikmål inte innebära att man som investerare enbart eller ens huvudsakligen måste utesluta företag eller branscher som inte uppfyller den typen av krav; investeraren kan, enskilt eller tillsammans med andra investerare, påverka företagen att åtgärda brister, t.ex. när det gäller miljöpåverkan. Med en sådan ansats kan uteslutningar av företag bli något man gör bara i enstaka extrema fall. Effekten av ett krympande "universum" blir därmed marginell, kanske t.o.m. försumbar. Å andra sidan är det naturligtvis inte gratis att som ägare/investerare vara aktiv och pådrivande i etik- och miljöfrågor.

Ett rörligt mål

Vare sig det handlar om att utesluta eller påverka företag skulle de etik och/eller miljökrav som investeraren ställer kunna handla om krav som är mycket kostsamma, kanske helt orealistiska för ett företag att uppfylla. Om en investerare skulle ställa ett drakoniskt krav på exempelvis miljöhänsyn – t.ex. att ingen som helst miljöpåverkan kan accepteras – skulle detta i praktiken omöjliggöra nästan alla aktieplaceringar, i varje fall i industriell produktion. Detta skulle leda till en dramatisk begränsning av placeringsmöjligheterna och därmed av avkastningen. Å andra sidan är det också uppenbart att om man inte ställde några etik- eller miljökrav alls, utan ohämmat placerade i företag som byggde sin lönsamhet på att strunta i alla former av miljöansvar och socialt ansvar, är det mycket sannolikt att en sådan avkastning inte skulle bestå någon längre tid. Riskerna för offentliga ingripanden, fackliga åtgärder, negativ publicitet och "bad will" skulle vara uppenbara, både för portföljbolaget och för investeraren.

Någonstans mellan "allt" och "inget" finns alltså en ambitionsnivå som svarar mot en högsta förväntad avkastning. Samma förhållande gäller för i princip alla typer av risk: om man väljer att ta stora, ohanterade risker, kommer man med största säkerhet att förr eller senare drabbas på ett allvarligt sätt, ska man å andra sidan

fullständigt eliminera en risk innebär det oftast extremt höga kostnader. Ur ett investerarperspektiv ska alltså denna typ av faktorer ses och hanteras som en risk och en möjlighet bland andra risker och möjligheter som en investerare har att förhålla sig till. Man kan i det perspektivet se en genomtänkt och välhanterad etik- och miljöpolicy som en indikator i sig på att företaget har en god riskhantering och är välorganiserat och välskött överhuvudtaget.

Var den i någon mening optimala nivån ligger går knappast att precisera i några slags kvantitativa termer. Den viktigaste bestämningsfaktorn torde dock i praktiken vara vilka etiska värden och synsätt som är allmänt omfattade i ett visst samhälle vid en viss tidpunkt. Därmed är också sagt att den optimala nivån inte är given utan att den förändras över tiden, bland annat som en följd av hur normer och attityder kring vad som är rimligt, legitimt och acceptabelt förändras.¹³ I ett givet läge kan det vara extremt kostsamt att uppnå t.ex. ett visst utsläppsmål. Å andra sidan kan ett i dagsläget ouppnåeligt utsläppsmål vara fullt realistiskt om några få år, om ny kostnadseffektiv teknik utvecklats.

Därmed är också sagt att det *kan* vara ekonomiskt rationellt att i någon mening ligga steget före och ställa högre krav än vad som vid ett givet tillfälle framstår som det optimala ur lönsamhets- och avkastningssynpunkt. Man kan då som investerare satsa på att föregripa en *förutsedd* utveckling av produktionsmetoder, av attityder och normer, eller av realekonomiska förutsättningar. Man kan, exempelvis, tänka sig att konsumenterna kommer att vara beredda att betala mer för miljövänliga produkter eller för varor som framställs under högt ställda krav på etiskt tillfredställande produktionsförhållanden, eller att ett teknikgenombrott är nära förestående när det gäller t.ex. hantering av koldioxidutsläpp, eller att bensinskatten inom ett visst antal år kommer att höjas med ett visst antal procent.

Men framtidsbedömningar innebär alltid en risk att det i verkligheten inte blir som man trodde eller hoppades. Blir utfallet negativt slår detta igenom i försvagad lönsamhet i företagen och i en sämre avkastning för placerarna.¹⁴ Varje investeringsstrategi

¹³ Här åsyftas inte kortvariga åsiktsfluktuationer föranledda av enstaka "skandaler" eller mediakampanjer, utan mer grundläggande attityder och förhållningssätt: Dessa förändras förvisso också, men det handlar då om ganska långsamma processer. Ofta talas om att företag behöver en "licence to operate", en acceptans för sin verksamhet från det omgivande samhället.

¹⁴ Man kan notera att det bland många inom de institutioner som arbetar med "hållbara" investeringar finns en stark övertygelse om att exempelvis utvecklingen på klimatområdet kommer att leda till att företag som utformar sina strategier utifrån detta med självklarhet

innehåller sådana avvägningar, och att som investerare profilera sig på etik- eller miljöområdet är en fullt legitim strategi bland andra strategier som även exempelvis en AP-fond skulle kunna tillämpa. Den ska dock i så fall utvärderas just som en investeringsstrategi, dvs. utifrån om det gett en god avkastning eller inte.

Det sammanfattande svaret på frågan om det finns en motsättning mellan avkastningsmål och etik/miljömål är alltså inte ”ja” eller ”nej”, utan att sådana konflikter kan uppstå under vissa förutsättningar och upplösas under andra. Möjligen skulle man kunna säga att de företag och investerare som i sin uttalade eller underförstådda etiska hållning ligger bäst i fas med vad majoriteten av människor i allmänhet anser, bör ha de bästa förutsättningarna att få målen att harmoniera.

Den korta och den långa sikten

På kort sikt kan det finnas en tydlig motsättning mellan avkastning och etik/miljömål: den som har sitt fokus på att så snabbt som möjligt ta hem så stor vinst som möjligt torde sällan ägna särskilt omfattande tankemöda åt hållbarhetsaspekter. Ett företag som stödjer eller initierar exempelvis ett jämställdhetsprojekt kan inte förvänta sig att ”räkna hem” detta på ett års sikt – i ett tioårsperspektiv kan det dock se helt annorlunda ut. Det som även för en kortsiktig aktör ändå kan ha viss betydelse torde vara aktörens omsorg om sitt eget rykte på marknaden. Risken att t.ex. bli uthängd i media för den som gör affärer som uppfattas som alltför solkiga kan kännas besvärande, om aktören är långsiktig i så måtto att han eller hon vill stanna kvar på marknaden ett antal år framåt.

För en aktör som – i likhet med AP-fonderna och andra pensionsfonder – närmast definitionsmässigt har en uttalat långsiktig horisont är förutsättningarna annorlunda. En verksamhet med ambition att verka och fungera långsiktigt och uthålligt måste, utöver att följa uttryckliga lagar och regler, också vårda sin resursbas, dvs. den företagspopulation och de branscher som man placerar sina tillgångar i. När man går in som ägare (eller, om det gäller räntepapper, som långgivare) i olika företag behöver man väga

kommer att bli framtidens vinnare. Det är möjligt att så blir fallet. Dock kan ingen *veta* detta med någon som helst säkerhet. Även ”sympatiska” investeringsstrategier kan alltså innebära ett stort risktagande.

in kvaliteten på faktorer som direkt påverkar företagets långsiktiga produktionsförmåga och avkastningspotential.

Det kan gälla de anställdas hälsa och den omgivande fysiska miljön liksom faktorer som berör företagets vilja och förmåga att upprätthålla sin legitimitet och vårda sitt varumärke. Ett företag som bedriver uppenbar rovdrift på sina anställda eller på miljön eller i övrigt agerar på eller över gränserna för det moraliskt acceptabla utsätter sig, och indirekt sina ägare och finansörer för betydande ekonomiska risker, i synnerhet om företaget är stort, välkänt och börsnoterat. Risken att företaget på olika sätt inom överskådlig tid kommer att "straffas" av konsumenter, leverantörer, anställda, media och ytterst aktiemarknaden är uppenbar. Företaget löper en klar risk att inte kunna stanna särskilt länge på arenan, och sannolikt blir den tiden allt kortare i takt med att information sprids och görs tillgänglig allt snabbare.

Detta måste en långsiktig placerare som strävar efter god avkastning beakta i sin värdering av företaget.

Företagets förmåga eller oförmåga att leva upp till grundläggande och allmänt omfattade etiska och miljömässiga normer är alltså, som nämnts, en risk-/framgångsfaktor bland andra med bäring på förväntad avkastning. För en långsiktig placerare är, eller bör, detta därför vara en naturlig och integrerad del av företagsanalysen.

Mål eller restriktion ?

Man kan också välja att se frågan om "miljö och etik" eller "hållbarhet" kontra avkastning/lönsamhet från en något annorlunda vinkel än som två mål som ska rangordnas eller avvägas. Istället kan man se avkastningen som målet och de (i vid mening) etiska principerna eller hållbarhetsmålen som en restriktion, eller, om man så vill, som en utgångspunkt och ett grundvillkor för att en investering överhuvudtaget ska aktualiseras, oavsett dess lönsamhet eller brist på lönsamhet.

Detta innebär att vissa investeringsalternativ, som i princip skulle kunna vara lönsamma, kanske t.o.m. mycket lönsamma, gallras ut. I så måtto har man då satt en restriktion på de teoretiskt maximala avkastningsmöjligheterna och därmed kan sägas att man devalverat avkastningsmålet. Den typen av restriktioner har dock alltid funnits och tillämpats, ofta med så stor självklarhet att de

oftast inte ens uppfattats som restriktioner. Exempelvis har seriösa aktörer aldrig medvetet bedrivit eller finansierat knarkhandel, hur lönsam denna än skulle kunna vara. Man bryter heller inte med berått mod mot miljölagstiftning eller mutar myndighetsföreträdare. Att efter bästa förmåga följa lagar och basala etiska värderingar är för den överväldigande majoriteten av företagen ett grundläggande förhållningssätt, inte ett resultat av en ekonomisk kalkyl. Få vill tjäna pengar på vad som helst och hur som helst. Här finns, sett i ett filosofiskt perspektiv, en form av grundläggande pliktetik i botten hos de flesta människor och aktörer. Att man i AP-fondernas regelverk inte talar om "maximal" avkastning utan om "hög" avkastning kan tolkas i sådana termer.

Hur "anständighetsgränsen" ska definieras är givetvis i grunden en fråga om vilka värderingar en placerare har eller anser sig bemyndigad att företräda. För en offentlig aktör som en AP-fond är, som framgått i föregående avsnitt, den för kommittén rimliga utgångspunkten att detta ska bestämmas av de värden och värderingar som har en bred, dokumenterad acceptans och som kommer till uttryck i regeringsformen.

Sammanfattningsvis är det alltså rimligt att anta att det för en långsiktig placerare normalt inte finns någon konflikt mellan målet om hög avkastning och ett etiskt förhållningssätt som baseras på brett accepterade regler och normer. De avkastningsförluster som en viss minskning av placeringsmöjligheterna i vissa fall kan innebära, ska vägas mot de förbättrade avkastningsmöjligheter och lägre icke-finansiella risker som samtidigt finns. Som framgått av redovisningen av de praktiska erfarenheterna av hållbara investeringar i föregående kapitel, talar de empiriska resultaten inte emot den hypotesen.

5.4 Rollen som ägare

AP-fondernas möjligheter och restriktioner

Bolagsstyrning har två dimensioner när det gäller AP-fonderna. Den ena handlar om hur ägaren staten genomför sina intentioner när det gäller fondernas verksamhet genom att stifta lagar och regler, genom att välja och utse styrelseledamöter och genom att utvärdera förvaltningsresultatet. Den andra, som utgör bolagsstyrning i dess gängse mening, handlar om hur styrelsen i sin tur

vidareför och utvecklar detta igenom att anta policies etc som fondledningarna har att arbeta efter gentemot företagens ledningar och styrelser och gentemot övriga ägare.¹⁵

Här finns två grundläggande frågor. Den ena handlar om AP-fondernas mandat att agera som aktiv ägare överhuvudtaget, den andra frågan gäller om ett aktivt arbete med ESG-aspekter implicerar en annan typ av ägarstyrning än den traditionella. Vad innebär detta i så fall för fondernas sätt att arbeta?

Om ägarstyrning mer generellt sägs inget explicit i lagtexten om AP-fonderna, utöver att Sjunde AP-fonden, när det gäller den svenska portföljen, får rösta för sina innehav endast i vad som kan beskrivas som nödfall. För AP 1–4 finns, som framgått, lagfästa bestämmelser om omfattningen av ägarengagemangen – två procent av det totala börsvärdet och 10 procent av ett enskilt företags börsvärde – och därmed en restriktion för vilken grad av ägarinflytande fonderna kan utöva. Sådana begränsningar skulle i och för sig kunna motiveras av riskspridningsskäl, men i förarbetena till lagen om AP-fonderna finns också skrivningar som kan tolkas att det är begränsning av röststyrka och inflytande som är huvudmotivet.¹⁶ När det gäller sjunde AP-fonden är begränsningarna att utöva en aktiv ägarroll mer tydliga och handfasta, eftersom sjunde AP-fonden uttryckligen är förhindrad att rösta på bolagsstämmor för svenska bolag. Någon explicit officiell motivering för denna begränsning har inte presenterats, men sannolikt handlar också detta i grunden om en önskan att begränsa det statliga ägarinflytandet. Logiken i detta svår att se, mot bakgrund av att Första–Fjärde AP-fonden tillsammans har ett kapital som är tio gånger större än Sjunde AP-fondens.¹⁷

Den restriktiva grundhållning som regelverket och dess förarbeten uttrycker beträffande AP-fondernas ägarroll har sina historiska rötter i den planhushållnings- och socialiseringsdebatt som i olika former och med skiftande intensitet präglade det svenska politiska livet från andra världskrigets slut och fyrtio år framåt. I praktiken har attityden till aktiv ägarstyrning när det

¹⁵ Jfr uttrycket "governance of and by financial institutions".

¹⁶ Lag 2000:192, 4 kap, 6§. Se även Förtroendekommissionens betänkande (SOU 2004:47, s. 185).

¹⁷ Simuleringar genomförda av Premiepensionsutredningen visar att Sjunde AP-fondens andel av Stockholmsbörsen väntas understiga en procent 2020, om fondens marknadsandel (30 procent av premiepensionssystemet) antas oförändrad. Detta är i nivå med Första–Fjärde AP-fondernas ägarandelar (SOU 2005:87 bilaga 3).

gäller AP-fonderna svängt, och på bred front, under senare år, även om detta än så länge inte kodifierats.

Det finns alltid en risk att ett organ som dels disponerar aktningvärda ekonomiska resurser, dels (i egenskap av offentlig myndighet), ytterst styrs av politiska beslut, i vissa lägen kan komma utnyttjas för andra syften än ren kapitalförvaltning för pensionärernas bästa. Detta skulle kunna motivera att sådana restriktioner ändå behålls. Samtidigt blir det en anomali om en viktig ägare inte kan fylla den normala ägarroll som tillkommer alla andra ägare. Detta måste i sista hand bli fråga om att väga risker mot kostnader. Vår bedömning är att riskerna för "politiskt missbruk" av fonderna framstår som begränsat och dessutom minskar med de förslag vi lägger fram angående hur styrelsen ska utses och arbeta.

Finansiell placerare eller aktiv ägare?

Det finns också en annan restriktion på ett aktivt, ansvarstagande ägarskap som påtalas i förarbetena och som alltså har full relevans, nämligen att en aktiv ägarroll, där man deltar i nomineringskommittéarbete och kanske i bolagens styrelser, kan komma i konflikt med avkastningsmålet; som placerare blir man i praktiken mindre fri att placera och placera om sina tillgångar.

Att exakt definiera var denna "ansvarsgräns" går är inte möjligt, och det finns flera faktorer som påverkar en sådan bedömning. En sådan är innehavets storlek; tillhör man de 5–10 största ägarna kan det hävdas att man både kan och bör ta ett mer omfattande ansvar för bolagets skötsel.¹⁸ Vilka intentioner man själv har som placerare är också viktigt; man kan ha långsiktiga, strukturella motiv även för ett mindre innehav och då blir en ansvarsroll naturlig. Omvänt kan även ett ganska stort innehav vara en renodlat finansiell placering.

Graden av ägarengagemang och de uttryck den tar sig måste även ta detta i beaktande. Även här gäller att avkastningen är det överordnade målet. Eftersom fonderna inte ska vara riskkapitalister eller "industrialister" i någon mening utan institutionella investerare, som ska ta den grad av ägaransvar en sådan kan förväntas ta, finns gränser för hur långt det aktiva ägandet bör gå. Det kan exempelvis diskuteras om gränsen i praktiken borde gå vid att delta

¹⁸ På senare år har det i Sverige växt fram en praxis att upp till de fem största ägarna i ett bolag normalt ingår i valberedningen.

i valberedningsarbete, medan däremot att ta plats i styrelsen skulle kunna låsa handlingsfriheten i för hög grad.

Dialoger – möjligheter och problem

När det gäller ägarrollen och förhållningssättet till miljö och etik, kan konstateras att trenden bland "etiska" investerare världen över – inkluderande AP 1–4 – är tydligt på väg från den traditionella "exit"-strategin till allt mer av "dialog" gentmot företagsledningarna. Ägarna söker i det senare fallet oftast aktivt information direkt i företagen och dess linjeorganisation, ibland själva, ibland via konsulter.

Det finns två stora fördelar med att arbeta med dialog. Den ena är att man kan bidra till att företagen utvecklas och blir bättre, både i hållbarhets- och i lönsamhetstermer. Den andra är att man kan undvika uteslutningar och därmed ett krympande "investeringsuniversum" med de risker för avkastningen detta kan innebära.

Det är till att börja med inte illegitimt att en ägare, eller en potentiell ägare, aktivt söker information om ett företag och dess verksamhet utöver den information som tillhandahålls via företagets officiella kanaler i form av årsredovisningar och liknande och via media. Frågan kan dock ställas om och i vilken grad det är nödvändigt och lämpligt att uppträda med olika hattar i olika sammanhang. Kan man både vara en "traditionell" ägare som agerar på bolagsstämmor och i styrelseval och samtidigt verka som en "grävande analytiker" som jobbar aktivt mot linjen i företagen för att löpande undersöka, utvärdera och formulera krav på hur företaget ska arbeta? Är detta att på ett otillbörligt sätt kringgå stämman och styrelse? Kan det uppstå insiderproblem?

Risken att begå formella fel i en sådan process ligger dock på portföljbolaget snarare än investeraren, om och i den utsträckning man inte ser till att alla ägare och marknaden i stort ges likvärdig information, eller om företaget ger, eller anses ge, efter för "påtryckningar" från en enskild ägare. Ett företag kan inte ha en typ av policy när det gäller dialoger med vissa ägare och investerare inom vissa områden, och en annan för andra frågor eller ägare. Detta skulle strida mot de likabehandlingsprinciper som finns i regelverken. Så här långt finns dock inga tecken på att exempelvis någon typ av insidersituation har uppstått för AP-fondernas del.¹⁹

¹⁹ Se Bilaga 6.

Ett annat problemområde när det gäller ”dialoger” kan vara att om fonderna går in i förhandlingsliknande situationer med ett företag kan detta normalt sett inte redovisas publikt, annat än i begränsad utsträckning. Vilken grad av diskretion som är ”nödvändig” är dock inte givet, och det förefaller inte orimligt att anta att en ökad öppenhet, här som på de flesta andra områden, bör vara den naturliga trenden. Likafullt finns här ett transparensproblem. I beaktande av att AP-fonderna är statliga myndigheter med ett demokratiskt mandat och med allmänhetens förtroende som ett centralt mål, kan detta inge betänkligheter. Ett sätt att hantera transparensproblemet skulle kunna vara att styrelserna, som ju har ett förtroendeuppdrag från regeringen och ytterst svenska folket, tar särskilt ansvar för hur företagsdialoger utformas och hanteras. I Sverige liksom i många andra länder har det på senare år utvecklats s.k. koder för bolagsstyrning där en gemensam nämnare är att skapa tydligare råkångar och ansvarsförhållanden mellan ägare/bolagsstämma, styrelser och ledning. En dialogstrategi bryter inte i sig mot de principer och strävanden som bolagskoderna innefattar, men det krävs att de utformas och hanteras på ett genomtänkt sätt som gör att de risker som trots allt finns inte materialiseras.

Etik, ägarstyrning och belöningssystem

I kommitténs direktiv nämns en specifik fråga med nära och uppenbara länkar till etiska principer och förhållningssätt och till allmänhetens förtroende för AP-fonderna. Det gäller hur AP-fonderna i rollen som ägare bör arbeta när det gäller vad som brukar kallas kompensations-, ersättnings- eller belöningsfrågor, dvs. de ekonomiska villkor som företagets ledande befattningshavare ska arbeta under och som normalt fastställs av bolagens styrelser. Det handlar om lönesättning och lönesättningsprinciper, liksom andra typer av förmåner, exempelvis pensioner och bonus och hur villkoren för detta utformas.

Redan det faktum att dessa frågor oftast tilldrar sig omfattande medial uppmärksamhet, i hägnet av flera timade ”skandaler”, och senast i samband med åtgärder i Sverige och utomlands för att hantera den internationella finansiella krisen, gör att detta får direkt genomslag på hur allmänheten uppfattar fondernas agerande. Förtroendefrågorna ställs genast på dagordningen.

Att utforma transparenta och rationella kompensationssystem som tjänar företagens långsiktiga intressen är en omvittnat komplex uppgift där många avvägningar måste göras och där osäkerheten ofta är stor om hur en viss modell kommer att fungera under olika förutsättningar. Samtidigt är det både viktigt och möjligt att som ägare ha etiskt förankrade utgångspunkter som vägledning i arbetet. Det är också viktigt att utåt kunna förmedla dessa. Dock är det viktigt att betona att det är styrelsernas uppgift, inte ägarnas, att förhandla och utforma de konkreta avtalen. En AP-fond kan inte i sin ägarroll ta på sig ansvaret för hur enskilda avtal i enskilda bolag utformas. I ägarrollen ingår däremot att dels framföra sin syn på de principiella uppläggen, dels välja styrelseledamöter som agerar i enlighet med detta.

Den s.k. Förtroendekommissionen, som på regeringens uppdrag skulle finna vägar att för att bl.a. reparera de förtroendeskador som uppstått i kölvattnet av olika skandalomsusade "ersättningsprogram", pekade i sitt betänkande på ett antal grundläggande principer för konstruktion av ersättningsprogram som både är företagsekonomiskt sunda och kan uppfattas som legitima.²⁰

Förtroendekommissionen konstaterade att ersättningarna till främst företagsledningarna i vissa större börsnoterade bolag varit en av de mest framträdande förtroendeskadliga företeelserna. Även inom näringslivet fanns, kunde man konstatera, en omfattande kritik mot vad som uppfattats som extravaganta och felkonstruerade ersättningsmodeller, och kommissionen såg det som viktigt att ägarna tog ett större ansvar än hittills för dessa frågor. Man slog också fast att det är styrelsens uppgift att besluta om förslag till ersättningssystem för den högsta bolagsledningen. Denna uppgift ska fullgöras med aktieägarnas intresse som ledstjärna.

Mot den bakgrunden formulerades dessa krav på ersättnings-system:

- De bör vara konkurrenskraftiga på den relevanta marknaden för de mest kvalificerade personerna inom respektive befattningskategori.
- De bör vara rättsyfande i den meningen att de belönar åtgärder och beteenden som står i överensstämmelse med företags strategi och leder mot dess övergripande mål.

²⁰ "Näringslivet och förtroendet" SOU 2004:47, s. 221 ff.

- Det bör finnas ett tydligt samband mellan ersättning och prestation.
- Det bör finnas tydliga tak för utfallande ersättningar och dessa bör inte sättas högre än vad som bedöms relevant som incitament för den anställde att göra en maximal arbetsinsats.
- Pensioner bör vara premiebaserade och inbetalda premier i huvudsak baseras på den fasta lönen. Vidare bör bolagets pensionskostnad vara förutsägbar och belasta resultaträkningen i anslutning till den arbetsinsats som motiverar kostnaden.

Ersättningsfrågorna bör, ansåg man vidare, i styrelsen hanteras enligt en tydlig och strukturerad process som innefattar dels att fastställa vilka generella principer som skall gälla för utformningen av belöningsystem för företagsledningen, dels att tillämpa dessa principer i varje enskilt fall²¹.

Samtliga de fyra första AP-fonderna har idag lagt fast de principer i ersättningsfrågor man verkar för i sin ägarroll, och som ligger i linje med vad förtroendekommissionen föreslog. Första AP-fondens policy, för att ta ett exempel, har bl.a. uttryckt följande:²²

- *För att långsiktiga aktierelaterade incitamentsprogram ska ha avsedd verkan ska följande kriterier beaktas:*
- *Incitamentsprogrammet ska vara en del av en kommunicerad långsiktig ersättningsstrategi.*
- *En i förväg bestämd, tydlig och mätbar, prestation ska krävas för att få tilldelning i aktierelaterade incitamentsprogram. I huvudsak ska denna prestation vara kopplad till hela företagets lönsamhet. Prestationskraven ska också kommuniceras till aktieägarna.*
- *Långsiktiga aktierelaterade incitamentsprogram innebär att företaget ikläder sig en risk för prISRörelser på den egna aktien. Information om hur företaget avser att hantera denna risk och kostnader för detta ska ges till bolagsstämman inför beslutet.*
- *Optionsprogram bör i första hand vara relativa, dvs. att aktiekursutvecklingen på företagets aktier relateras till den allmänna börsutvecklingen, aktieutvecklingen inom branschen eller aktieutvecklingen för utvalda konkurrenter.*

²¹ Det kan nämnas att exempelvis LO respektive Svensk Näringsliv utvecklat och publicerat policy kring detta. Se "Ägaransvar och ägarmakt" (LO 2006), respektive "Vägledning avseende ersättningar till VD och ledande befattningshavare" (Svenskt Näringsliv 2006).

²² Första AP-fonden: Ägarpolicy.

- *För program som inte är relativa ska en övre begränsning i programmets värde finnas*
- *En utvärdering av kostnader och effekter av tidigare genomförda incitamentsprogram ska göras och användas som underlag för beslut om kommande program. Utvärderingen ska göras ur ett aktieägarperspektiv och presenteras för ägarna.*

Således finns idag genomarbetade policies hos de olika fonderna, och fonderna lägger ned ett betydande arbete på dessa frågor inför bolagsstämorna. Man har också, ibland tillsammans med andra institutionella ägare, agerat för att vissa förslag till incitamentsprogram ska avslås eller modifieras. Kommittén gör bedömningen att AP-fonderna gjort ett seriöst arbete som förtjänar respekt. Med tanke på den betydelse dessa frågor har för förtroendet för både bolag och investerare hos breda medborgargrupper, är det viktigt att arbetet för att främja transparenta och adekvata kompensationsystem fortsätter och utvecklas ytterligare.

6 Utvecklingsmöjligheter för AP-Fonderna

AP-fonderna har på ett förtjänstfullt sätt utvecklat policies och metoder för att omhänderta de i utgångsläget oprecist formulerade kraven på hänsynstagande till miljö och etik. Hänsynstagandet till detta har dessutom hanterats på ett sådant sätt att någon påvisbar konflikt med fondernas avkastningsmål inte har uppstått.

Men ESG är ett område där mycket händer och där det finns stora möjligheter till utveckling. I detta avslutande kapitel diskuteras de fem områden som vi funnit viktigast i ett utvecklingsperspektiv.

Kommittén har identifierat två övergripande förhållningssätt till ESG-frågor som kan sammanfattas i två nyckelord: *integration* och *förtroende*.

Kommittén anser att alla som arbetar inom fondförvaltningen och dess olika nivåer behöver ägna mer kraft åt ESG-frågor. Det centrala är att kompetensen breddas och fördjupas så att hållbarhetsaspekter så långt möjligt integreras med den traditionella finansiella analysen, i förvaltningsarbetet och i ägarstyrningen. För en sofistikerad investerare ska bedömningar av miljörisker, agerande i konfliktområden, anklagelser om korruption, barnarbete och så vidare inte vara någon slags ”överkurs” utan en naturlig och integrerad del av företags- och omvärldsanalysen. En förskjutning mot ett mer integrerat arbetssätt pågår inom AP-fonderna. Det är angeläget att detta fortsätter.

Förtroende är en avgörande faktor i all finansiell verksamhet och i synnerhet när det handlar om långsiktigt sparande. Kompetens, integritet och transparens är nyckelfaktorer för att bygga upp den trovärdighet som ett gott förtroende förutsätter. I AP-fondernas fall handlar det om att vara en god, professionell förvaltare, att arbeta på ett sätt som överensstämmer med fondernas värdegrund,

och att kunna kommunicera vad man gör och varför. De åtgärder vi föreslår nedan relaterar alla på olika sätt till detta.

Slutligen är det också viktigt att hänsynen till ESG-faktorer tydliggörs också i mer formell mening. Förarbetenas skrivningar om hänsynstagande till etik och miljö bör lyftas in i lagtexten. Det ger enligt vår uppfattning en större tydlighet i vad som gäller, en bättre utgångspunkt för utvärdering av verksamheten och dessutom en viktig signal till omvärlden.

6.1 Fonderna ska utforma sin värdegrund

Det etiska principer som kommer till uttryck i vår regeringsform – att främja människors frihet och välbefinnande för att möjliggöra och stödja deras förmåga till eget självständigt handlande – bör utgöra de centrala ingångsvärdena för den värdegrund som fondernas styrelser bör lägga fast för sin verksamhet. En definierad värdegrund – och kanske än mer processen att utveckla en sådan – möjliggör ett mer aktivt förhållningssätt till exempelvis internationella konventioner, och ger utgångspunkter för en medvetna prioriteringar.

Ett hållbarhetsansvar kan inte, enligt kommitténs uppfattning, begränsas till ”compliance” gentemot lagar och konventioner. Om man begränsar sitt etiska ansvar till att följa lagar och regler finns egentligen inget behov av någon etikpolicy; etiken är ju det som ska ta vid där juridiken tar slut. Internationella konventioner kan inte användas som slagrutor utan är något man aktivt måste förhålla sig till. Det är också nödvändigt att kunna prioritera och omprioritera insatser mellan olika områden – alla de cirka 140 konventioner Sverige skrivit under är exempelvis inte lika relevanta för AP-fonderna. Detta förutsätter redovisade etiska utgångspunkter att prioritera utifrån.

Den ansats vi förordar innebär att konventionerna tillämpas i kraft av de värderingar de representerar, inte utifrån den mer formella grund (”Sverige har skrivit på...”) som fonderna ofta utgått från. Detta kräver att fonderna formulerar en värdegrund som utgångspunkt för sin verksamhet. Detta finns i viss utsträckning redan idag, men behöver utvecklas till att även omfatta ESG-aspekter. Att utveckla en värdegrund står inte i konflikt med

konventionsgrunden, utan ger konventionerna ett synligt etiskt fundament.

Syftet med AP-fondernas verksamhet är, för att citera lagen om AP-fonderna, ”att förvalta fondmedlen på ett sådant sätt att de blir till största möjliga nytta för försäkringen för inkomstgrundad ålderspension”, eller med andra ord att genom en hög avkastning bidra till en god levnadsstandard för svenska pensionärer.

Detta är i sig ett etiskt grundat mål. Om man i valet mellan två investeringsalternativ, som uppfyller grundläggande etiska och miljömässiga krav, väljer bort det med högst förväntad avkastning för att istället välja en investering med lägre förväntad avkastning, men med mer förväntat positiva effekter på exempelvis miljön, har man således svikit detta grundläggande mål. Därför finns inte ur vare sig etisk eller någon annan synpunkt skäl att frånga en hög avkastning som överordnat mål för fondernas arbete. Det är utomordentligt viktigt att inte använda AP-fonderna som ett redskap för andra politiska mål; det må vara ekonomisk-politiska, näringspolitiska, miljöpolitiska eller biståndpolitiska.

6.2 Starkare styrelser

Styrelserna behöver inta en tydligare, mer drivande roll när det gäller att utveckla arbetet med hållbarhetsfrågor och styrelserna måste ges bättre förutsättningar för detta. Detta kräver bland annat en bättre process för hur styrelseledamöter utses, liksom att styrelsearbetet utvärderas systematiskt och regelbundet

AP-fondernas styrelser har i de styrdokument som redan finns ett tydligt mandat att utforma fondernas strategi, till vilket etik- och miljöområdet givetvis hör. Kunskap och intresse för frågor rörande ESG-frågor bör också vägas in när regeringen utser styrelseledamöter.

AP-fonderna ställer – med rätta – i sin ägarroll krav på hur styrelserna i bolagen rekryteras och arbetar. Exempelvis säger andra AP-fonden i sin ägarpolicy att:

Det är viktigt att varje noterat bolag har en effektiv styrelse som ser till bolagets bästa.

Nomineringskommittén skall se till att en strukturerad utvärdering av styrelsen görs regelbundet och också se till att nyrekrytering till styrelsen sker från en bred bas av potentiella kandidater. Det är angeläget att rekryteringsbasen till styrelser breddas. Utvärdering av de enskilda ledamöterna men också av ordföranden bör eftersträvas.

För att skapa väl fungerande styrelser är det viktigt med bra arbetsformer för styrelsearbetet. En viktig komponent för detta är att styrelsen inte är för stor.

I varje styrelse ska finnas ledamöter som inte står i beroendeförhållande till betydande ägare eller till bolagets ledning. Varje styrelseledamot skall tillvarata bolagets och därmed alla aktieägars intressen.

Detta representerar enligt vår uppfattning goda utgångspunkter även för fondernas styrelser.

Styrelseledamöterna behöver ha personliga och professionella förutsättningar att kunna integrera ESG-aspekter i ett kapitalförvaltningsuppdrag. Enligt kommitténs uppfattning finns starka skäl att se över och skapa en tydligare, mer professionell process när det gäller rekryteringen av styrelseledamöter till AP-fonderna. Kommittén anser att en av regeringen utsedd, professionellt arbetande nomineringskommitté ska svara för rekryteringsarbetet och ge regeringen förslag på lämpliga ledamöter. En sådan nomineringskommitté kan med fördel ha en bred sammansättning. Nämnas kan att det på senare år inom regeringskansliet byggts upp en funktion för att rekrytera befattningshavare till de statliga bolagen, och som skulle kunna ha en roll även i detta sammanhang.

För 1–4 AP-fonderna gäller principen att arbetsmarknadens parter ska vara representerade i fondernas styrelser. Ett motiv för detta som brukar anföras är att de medel som förvaltas i pensionsystemet är pengar som parterna i viss mening avstått från att ta ut i löneförhandlingarna. Detta skulle motivera att parternas företrädare finns med i förvaltningen för att ta tillvara parternas intressen. Kommittén anser dock att med det tydliga kapitalförvaltningsuppdrag som AP-fonderna har är det svårt att se några uppenbara behov att bevaka något specifikt partsintresse som skulle stå i motsats till någon annan samhällsgrupps intresse inom ramen för pensionsförvaltningen. Det är också viktigt att regeringen har frihet att utnämna och sätta samman en styrelse utan att vissa platser är reserverade för olika partsrepresentanter. Dessa har i grunden annorlunda arbetsförutsättningar än övriga styrelseledamöter, i så måtto att dessa personer inte sitter i styrelsen i

första hand på grundval av sina personliga kvalifikationer för uppdraget, utan som representanter för en organisation eller grupp.

Vi anser således att inte att det finns skäl för att arbetsmarknadens parter fortsättningsvis ska nominera kandidater till ett visst antal styrelseplatser. Vi menar att transparensen och integriteten och därmed förtroendet gagnas om alla styrelseledamöter nomineras och utses på enhetliga premisser.

Naturligtvis finns goda argument för att fondstyrelserna ska ha en lyhördhet också för värderingar och strömningar som finns utanför finansmarknaden, inte minst för att på ett bra sätt kunna kommunicera till en bred allmänhet vad man gör och varför. I uppdraget till en nomineringskommitté ska därför också ingå att väga in behovet av andra erfarenheter och kunskaper än de rent finansiella.

Styrelseledamöter bör erbjudas en adekvat introduktion och kompetensutveckling.¹ Kraven på och ansvaret för styrelseledamöterna ska också avspeglas i arvoderingen av ledamöterna. En reduktion av antalet styrelseledamöter bör också övervägas. Slutligen är det nödvändigt att styrelserna och styrelsearbetet blir föremål för regelbunden extern utvärdering, enligt den praxis som på senare år växt fram i näringslivet. Sådana utvärderingar utgör ett viktigt underlag för nomineringskommitténs arbete.

6.3 Kvalitet och resurser

Fonderna behöver satsa mer resurser på arbetet med ESG-frågor. Det är nödvändigt att ha en större egen analyskompetens för att inte bli alltför beroende av konsulter. Även ägarstyrningsarbete, inklusive dialog med företagen, kräver resurser. Det viktiga är att man i de funktioner och med de resurser som redan finns arbetar aktivt och engagerat med dessa frågor. Integrationen mellan finansiell analys och hållbarhetsaspekter är en nyckel till framgång.

AP-fonderna måste kunna arbeta praktiskt med hållbarhetsfrågor på ett sätt som uppfattas som rationellt och kompetent. Arbetar man utifrån en värdegrund som baseras på ett aktörsperspektiv,

¹ I Holland har utvecklats ett slags utbildningsprogram i ESG-frågor för i första hand styrelser i mindre pensionsfonder. Se skriften "The Future has arrived" utg. av Dutch Association of Industry-wide Pension Funds.

kräver detta ett fördjupat informationsunderlag och en mer nyanse-rad analys. Detta förutsätter kompetens och resurser.

Informationsförsörjning och analys i samtliga fonder utom AP7 och AP2 är beroende av en enda konsult som genomför s.k. screening för att spåra upp och värdera företaget som är eller som skulle kunna utgöra brott mot de etiska och miljömässiga konventionerna. Så länge den interna kapaciteten för att hantera dessa frågor är så begränsad som den är finns en risk att konsulternas bedömningar blir alltför styrande.

Det finns därför goda skäl för fonderna att satsa resurser på att bygga upp en större egen analys- och beställarkompetens så att man får reella möjligheter att kvalitetssäkra den input man får från konsulterna, och även kan göra viss egen research. Detta kan och bör kompletteras med samarbete med andra, dels de andra AP-fonderna, men också med andra investerare inom eller utom landet. Exempelvis erbjuder PRI ett forum för samarbete. Även om jämförelser alltid är vanskliga har vi kunnat notera att många jämförbara institutioner utomlands, och med "ansvarsfulla" ambitioner, lägger ner betydligt större interna resurser på detta än vad AP-fonderna gör.

6.4 Bolagsstyrningsperspektivet

AP-fondernas plattform för att utöva inflytande på företagen är det faktum att man äger aktier. Den plattformen ska utnyttjas effektivt och målmedvetet och i linje med fondernas antagna ägarpolicys. De historiskt betingade restriktioner som finns när det gäller AP-fondernas möjligheter att ta ett tydligt ägaransvar bör avvecklas. Det innebär dock inte att AP-fonderna ska ha ambitionen att vara aktiva ägare i alla företag där man äger aktier – bland annat måste AP-fonderna balansera ägarrollen mot investerarintresset.

"Dialog" med företag i hållbarhetsfrågor har växt fram som en viktig arbetsmetod för bl.a. AP-fonderna. Det är viktigt att dessa utformas så att det inte leder till oklarhet i ägarrollen och i bolagsstyrningen.

AP-fonderna ska fortsätta arbeta aktivt när det gäller belöningsfrågor visavi företagen. Inte minst det senaste halvårets internationella turbulens på finansmarknaderna sätter fingret på vikten av att utforma belöningsystem som premierar ansvarsfullt agerande.

AP-fondernas roll som aktiv ägare har alltsedan ATP-systemets tillkomst i slutet av 1950-talet varit en starkt politiskt laddad och kontroversiell fråga. Detta är en väsentlig del av bakgrunden till de restriktiva skrivningar angående AP-fondernas roll som aktiva ägare som finns i det nuvarande regelverket. Vår bedömning är att riskerna för "politiskt missbruk" av fonderna framstår som begränsat och dessutom minskar med de förslag vi diskuterat om hur styrelsen ska utses och arbeta. Särskilt sjunde AP-fondens begränsningar att utöva en aktiv ägarroll är tydliga och handfasta, eftersom sjunde AP-fonden uttryckligen är förhindrad att rösta på svenska bolagsstämmor, trots att sjunde AP fondens kapital bara är ungefär en tiondel av buffertfondernas. Begränsningen för sjunde AP-fonden är både ologisk och otidsenlig och bör avskaffas.² I övrigt finns skäl att se över även de begränsningar, främst inom ramen för placeringsreglerna, som de facto begränsar buffertfondernas möjligheter till ägarinflytande.

En annan aspekt på ägarrollen är den motsättning som kan finnas mellan rollen som finansiell placerare och aktiv ägare. En ägare som deltar i nomineringskommittésarbete och kanske t.o.m. sitter i styrelsen kan inte i praktiken som placerare agera helt fritt, något som kan komma i konflikt med avkastningsmålet. Även här måste gälla att avkastningen är det överordnade målet. Eftersom fonderna inte ska vara riskkapitalister i någon mening, finns en gräns för hur långt det aktiva ägandet bör gå.

Trenden bland "ansvarsfulla" investerare världen över är mot en policy präglad av dialog med företagen. Detta är en metod med klara förtjänster. Det som kan vara ett problem i sammanhanget är att detta sätt att arbeta är något som går utöver traditionell ägarstyrning. Ur bolagens perspektiv aktualiseras frågor om lika-behandling av ägare. Risker kan uppstå för oklar bolagsstyrning och brist på transparens i agerandet. Detta kräver ett genomtänkt förhållningssätt.

Den mer proaktiva approach som börjar växa fram kräver både genomtänkta strategier och tillräckliga resursinsatser om verksamheten ska vara produktiv. Vad gäller det förstnämnda finns en bra grund i de goda ägarpolicyer som fonderna var för sig utvecklat. Det är givetvis viktigt att dessa också fullt ut tillämpas och följs upp.

² Det kan noteras att detta föreslogs även av den s.k. Förtroendekommissionen (SOU 2004:47), liksom av Premiepensionsutredningen (SOU 2005:87). Förtroendekommissionen föreslog därutöver också en generell översyn av AP-fondernas placeringsregler, med syftet att skapa större frihet i fondernas placeringspolitik. Alla dessa förslag har den s.k. Pensionsgruppen för avsikt att ta upp till behandling under hösten 2008.

Arbetet inom ramen för Etikrådet och samarbetet med andra investerare har varit ett bra sätt att både skapa tryck på företagen och att dela kostnader. Det finns anledning att utvidga samarbetet mellan fonderna, t.ex. när det gäller röstning för utländska innehav. Här pågår för övrigt ett långt framskridet utredningsarbete inom Etikrådets ram. Detta skulle innebära att man till en jämförelsevis låg kostnad skulle kunna öka sin aktivitet som ägare på den internationella arenan. Det skulle också kunna handla om att utveckla ett värdegrundsarbete. Man skulle vidare kunna utveckla ett samarbete när det gäller "hållbarhetsdialoger" med svenska bolag, utan att komma i konflikt med den av statsmakterna önskade självständigheten för de enskilda fonderna.

Det är nödvändigt att utveckla metoder för att bedöma miljö- och etikaspekter även när det gäller onoterade bolag. Detsamma gäller också för andra tillgångsslag, t ex fastigheter. AP-fonderna, liksom de flesta andra institutionella investerare, har huvuddelen av sina placeringar i noterade bolag. Det är också den typen av bolag som genom de informations- och genomlysningsskrav som finns är praktiskt möjliga att bevaka även när det gäller ESG-aspekter. I takt med att den icke-noterade marknaden, den s.k. private equity-marknaden, fortsätter växa i betydelse kan detta innebära problem. Om AP-fonderna väljer (och tillåts) att växa på den marknaden, kanske gå in som direkt ägare etc. kan det innebära att man investerar i bolag man i realiteten har alltför små möjligheter att kontrollera när det gäller ESG-frågor. Om man å andra sidan avstår från engagemang kan man få en över tid alltmer påtaglig begränsning av sitt "universum" med risk för sämre diversifiering, högre risk och sämre avkastning. Här har fonderna en komplicerad avvägning att göra, där svaren aldrig är självklara.

Samtidigt som det är viktigt att hela tiden ha en tydlig ambition att bedöma och ta hänsyn till ESG-aspekter för alla slag av investeringar, kan man inte i alla lägen nå som långt som man skulle önska, eller från tid till annan prioritera olika frågor och aspekter när det gäller ESG-arbetet. Men det ska man i så fall kunna stå för – principen om "följ eller förklara" är tillämplig även här. Det bästa får inte bli det godas fiende.

AP-fonderna har utvecklat genomarbetade policies och samarbetat aktivt med andra ägare när det gäller belöningssystem. Med tanke på den vikt dessa frågor har i ett förtroendeperspektiv är det viktigt att AP-fonderna fortsätter arbeta aktivt med detta. Inte minst det senaste halvårets internationella turbulens på finansmark-

naderna visar på vikten av att utforma belöningssystem som premierar ansvarsfullt uppträdande.

6.5 Uppföljning, utvärdering och information

Regeringens årliga utvärdering av AP-fondernas verksamhet bör fortsättningsvis också inkludera hållbarhetsfrågor. Det är också nödvändigt att utveckla kommunikationsstrategier kring detta.

Fondernas arbete med hållbarhetsfrågor måste följas upp och utvärderas löpande. Idag görs årligen en utvärdering av regeringen i form av en skrivelse till riksdagen, där dock ESG-aspekter hittills inte tagits upp. Kommittén anser att hållbarhetsfrågor så långt möjligt ska integreras i den löpande analysen och förvaltningen. Då är det också rimligt att detta integreras i den generella utvärderingen. Någon ”god revisionssed” finns än så länge inte utvecklad när det gäller hållbarhetsinformation. Inom revisionsbranschen arbetar man dock på detta som svar på den växande efterfrågan från marknaden.

AP-fondernas styrelser och ledningar behöver aktivt och pedagogiskt arbeta med att förklara och tydliggöra sin roll när det gäller frågor kring miljö och etik och hur man arbetar med detta i placementsverksamheten. Här har flera bra insatser gjorts, inte minst genom Etikrådet, men det är ett arbete som kräver långsiktighet och uthållighet. Det krävs också en proaktivitet – det är svårt att få ett bra genomslag om man bara informerar ”reaktivt” dvs. när något (oftast negativt) redan inträffat.

Referenser

- ABP: *Today is Tomorrow* ABP Responsible Investment Report 2007.
- Andra AP-fonden: *Ägarpolicy*.
- Barr, Daniel: *Utvärdering av etikpolicyn* Sjunde AP-fonden 2004.
- Bauhn, Per: *Aktörsperspektiv och AP-fondsetik*. Bilaga 2 till utredningen.
- Donaldson, T och Dunfee, T: *When ethics travel: the promise and peril of global business ethics*. California Management Review, Summer 1999; 41).
- Dutch Association of Industry-wide Pension Funds: *The future has arrived*, 2008.
- Etikrådet: *Årsrapport 2007*.
- Eurosif: *European SRI Study 2008*.
- Finansutskottet: *Redovisning av AP-fondernas verksamhet 2003*. 2004/2005: FiU 6.
- Friedman, Milton *The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits*, The New York Times Magazine 1970.
- Första AP-fonden: *Ägarpolicy*.
- Koedijk, Kees och Ter Horst, Jenke: *Doing Well While Doing Good?*. Bilaga 5 till utredningen.
- Landsorganisationen (LO) *Ägaransvar och ägarmakt* 2006).
- Mayer, R., Davis, J. and Shoorman, F.: *An integrative model of organizational trust*, Academy of Management Review, Vol. 20 No. 3, 1995.
- Mercer: *Capital Markets size and Participants and Responsible Investing for Large Institutional Investors*. Bilaga 4 till utredningen.
- Mercer: *Demystifying Responsible Investment Performance* 2007.
- PGGM: *Pensioenfonds Zorg & Welzijn*, Annual Report 2007.
- Proposition 1999/2000:46 *AP-fonden i det reformerade pensions-systemet*.

- Sandberg, Joakim: *The Ethics of Investing. Making Money or Making a Difference?*. Filosofiska Institutionen vid Göteborgs Universitet 2008.
- Sjöberg, Emma: *AP-fondernas inverkan på portföljbolagens arbete med etik och miljö*. Bilaga 6 till utredningen.
- Sjöberg, Erik: *Förvaltning av aktieportföljer*. Bilaga 3 till utredningen.
- SOU 1997:28 *I demokratins tjänst*, författare Lennart Lundquist
- SOU 2004:47 *Näringslivet och förtroendet* (Förtroendekommissionen).
- SOU 2005:87, *Premiepensionsutredningen*.
- Svenskt Näringsliv: *Vägledning avseende ersättningar till VD och ledande befattningshavare* 2006.
- UNEP Finance Initiative : *PRI Report on Progress 2008*.
- Yermo, Juan: *Governance and Investment of Public Pension reserve Funds in Selected OECD Countries* .OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions No.15, 2008.

Kommittédirektiv



**AP-fondernas riktlinjer för miljö och etik
m.m.**

**Dir.
2007:160**

Beslut vid regeringssammanträde den 29 november 2007

Sammanfattning av uppdraget

En kommitté ska utvärdera Första-Fjärde och Sjunde AP-fondernas riktlinjer för miljö och etik samt riktlinjerna för bolagsstyrning. Kommittén ska

- undersöka omfattningen och utformningen av kapitalförvaltning som tar miljömässiga och etiska hänsyn bland större pensionsfonder i Sverige och utomlands,
- bedöma konsekvenserna av att bedriva kapitalförvaltning med sådan inriktning, dels med avseende på förväntad avkastning och risk, dels med avseende på portföljbolagens arbete med miljö och etik,
- utreda den praktiska innebörden av kravet på att AP-fonderna ska uppbära allmänhetens förtroende och redovisa olika sätt att tillgodose detta krav, och
- mot denna bakgrund utvärdera AP-fondernas riktlinjer för miljö och etik, respektive riktlinjer för bolagsstyrning, och föreslå förändringar i den utsträckning det är motiverat.

Kommitténs utvärdering och förslag ska beakta AP-fondernas uppdrag som det framgår av lag och förarbeten, bl.a. att målet för verksamheten är hög långsiktig avkastning i förhållande till risken i placeringarna. Utvärderingen ska även omfatta regeringens årliga utvärdering av AP-fondernas verksamhet och vad som där sagts med anledning av de aktuella riktlinjerna. Kommitténs förslag ska inte försämra förutsättningarna för en effektiv styrning och utvärdering av fonderna. Kommittén ska föreslå nödvändiga författningsändringar.

Uppdraget ska redovisas senast den 28 november 2008.

Bakgrund

Inledning

AP-fonderna förvaltar den allmänna pensionens fonderade kapital. Alla som har eller har haft pensionsgrundande inkomster är systemets förmånstagare och kan därmed betraktas som AP-fondernas yttersta uppdragsgivare.

Av uppdraget att förvalta ett kapital som tillhör andra följer krav på att bedriva förvaltningen inom givna ramar och riktlinjer. Denna förutsättning delar AP-fonderna med andra institutionella investerare. AP-fondernas särställning som allmänhetens gemensamma pensionsförvaltare medför emellertid att frågor om förvaltningens övergripande etiska riktlinjer får särskild vikt. I regeringsformen står det bl.a. att den offentliga makten skall utövas med respekt för alla människors lika värde och för den enskilda människans frihet och värdighet och att det allmänna ska främja en hållbar utveckling som leder till en god miljö för nuvarande och kommande generationer.

Miljö och etik

Kapitalförvaltning som tar miljömässiga och etiska hänsyn har utvecklats starkt efter en blygsam start för mer än 35 år sedan. Inledningsvis var denna typ av förvaltning begränsad till värdepappersfonder som riktade sig till allmänheten, ofta på initiativ av kristna organisationer. Som exempel från denna tid kan nämnas fonder som uttryckligen undvek beröring med Vietnamkriget, med apartheid i Sydafrika eller med bolag som bidrog till miljöförstöring.

Bland institutionella investerare fanns länge tveksamhet inför att låta andra än finansiella aspekter påverka förvaltningsverksamheten, mot bakgrund av skyldigheten att iaktta förmånstagarnas intressen (eng. *fiduciary duty*). Eftersom miljömässiga och etiska hänsyn kan uppfattas som en restriktion på verksamheten – i synnerhet om hänsynstagandet har formen av uteslutningar som begränsar listan av tillåtna placeringar – föreföll det logiskt och rimligt att förvänta sig en lägre avkastning som en följd av att välja en sådan inriktning av förvaltningsverksamheten. Uppmärksammade miljökatastrofer, exempelvis oljetankern Exxon Valdez som gick på grund utanför Alaska 1989, satte emellertid fingret på miljöriskernas ekonomiska

konsekvenser (många institutionella investerare förlorade pengar som aktieägare i Exxon). Det kunde därför hävdas att det var i hög grad förenligt med förmånstagarnas intressen att undvika väsentliga miljörisker. På liknande sätt kan krav på att portföljbolagen ska respektera mänskliga rättigheter uppfattas som en förutsättning för hållbara affärsmodeller och långsiktigt uthålliga vinster, vilket långsiktiga investerare knappast kan bortse från. Det tidigare upplevda motsatsförhållandet mellan miljömässiga och etiska restriktioner å ena sidan och finansiella mål å andra sidan har därför förlorat kraft. Begreppet socialt ansvarsfulla investeringar (eng. *socially responsible investment*, SRI) har kommit att beteckna en förvaltning som har finansiella mål, vilka kan vara överordnade, men på samma gång beaktar miljömässiga och etiska krav. En inriktning mot SRI strider därför inte mot de institutionella investerarnas uppdrag att iakttä förmånstagarnas intressen.

Så sent som 2005 konstaterade en brett anlagd juridisk granskning initierad av FN att det är förenligt med förmånstagarnas intressen att i relevanta fall vidga perspektivet till andra omständigheter än de rent finansiella (Freshfields Bruckhaus Deringer, *The legal limits on the integration of environmental, social and governance issues into institutional investment*, september 2005). Enligt granskningen är detta möjligt, eller t.o.m. nödvändigt, när de åsyftade omständigheterna kan förväntas ha ekonomiska konsekvenser, när uppdragsgivarna gett sitt samtycke (uttryckligen eller underförstått) eller i samband med val mellan annars likvärdiga placeringar. Dock ska förmånstagarnas intressen stå i förgrunden vid varje placeringsbeslut. De omständigheter som avses är frågor som rör miljö, mänskliga rättigheter i vid mening samt bolagsstyrning (eng. *environmental, social and governance issues*, ESG). Dessa faktorer har kommit att betraktas som nära förknippade med hållbar utveckling som i sin tur har särskild betydelse för långsiktiga investerare. Enligt den nyss nämnda juridiska granskningen har flera länder, däribland Tyskland, Frankrike och Storbritannien, infört krav på att pensionsfonder ska offentliggöra i vilken omfattning de beaktar ESG-kriterier i samband med förvaltningen av fondens tillgångar, vilket t.o.m. kan tolkas som ett implicit önskemål om att så sker.

Ett grundläggande ekonomiskt motiv för att föreslå eller främja användandet av hållbarhetskriterier i samband med förvaltning av bl.a. pensionsfonder kan sökas i behovet att balansera den asymmetri som uppstår till följd av aktieägarnas begränsade ansvar i

förhållande till vinstmöjligheter (eng. *limited liability*), genom förekomsten av långsiktiga investerare som i sina placeringsbeslut tar hänsyn till ESG-faktorer och förutsättningarna för hållbara bolagsvinster och uthållig tillväxt. Behovet av balanserande motkrafter har snarast stärkts genom avregleringar som utökat marknadens spelrum och genom förekomsten av belöningsystem till ledande bolagsföreträdare som kan förstärka tendensen till kortiktigt beteende (Russel Sparkes, *Socially Responsible Investment*, 2002).

Ett annat ekonomiskt motiv har samband med de finansiella institutionernas växande storlek och betydelse som innebär att de med viss nödvändighet blir exponerade mot marknaderna som helhet, snarare än mot enskilda bolag. Det innebär i sin tur att de finansiella risker som institutionerna löper inte är specifika bolagsrisker utan systematiska marknadsrisker. Den långsiktiga avkastningen blir därmed beroende av de breda marknadernas utveckling, som i sin tur bör vara en spegelbild av den vidare samhälls-ekonomiska utvecklingen. Begreppet "universella ägare" (eng. *universal owners*) har myntats för att beskriva stora finansiella institutioner för vilka ansvaret för den breda marknadsutvecklingen sammanfaller med skyldigheten att iaktta förmånstagarnas intressen (Hawley, Williams, *The Rise of Fiduciary Capitalism*, 2001). Ett sådant ansvar för den breda marknadsutvecklingen innebär att universella ägare inte kan bortse från negativa återverkningar av bristande miljöhänsyn, bristande hänsyn till mänskliga rättigheter eller bristande bolagsstyrning.

Bolagsstyrning

Den bolagsstyrning som de finansiella institutionerna bedriver gentemot portföljbolagen påverkar dessa bolags långsiktiga resultat och ingår därför bland de ESG-kriterier som har ekonomiska konsekvenser och som institutionerna därför måste beakta under alla omständigheter. I bakgrunden ligger bl.a. risken för förtroendeskadliga ersättningsvillkor till ledande företrädare för bolagen, exempelvis genom att vara oproportionerligt generösa och/eller ge upphov till asymmetriska risker. Ekonomer analyserar denna problematik i termer av intressekonflikter och därav följande s.k. agentkostnader, dvs. kostnader som uppstår genom att en uppdragstagare inte agerar i uppdragsgivarens intresse.

Ett viktigt steg i utvecklingen togs i USA 1988 genom ett uttalande från Department of Labor med innebörden att rösträtten för aktier ingick bland de tillgångar som privata tjänstepensionsfonder har en skyldighet att förvalta på förmånstagarnas uppdrag (genom att utöva rösträtten), enligt *Employee Retirement Income Security Act* (ERISA). Denna skyldighet utsträcktes 1995 till att även avse de amerikanska pensionsfondernas innehav i bolag utanför USA. Liknande krav har därefter införts i OECD:s principer för bolagsstyrning (OECD 2004, s. 37) och svensk kod för bolagsstyrning (SOU 2004:130, s. 57). Finansiella institutioner, i synnerhet långsiktiga investerare, förväntas därför utnyttja det inflytande som följer med rollen som ägare av börsbolag.

Riktlinjernas genomförande

Den praktiska tillämpningen av riktlinjer för miljö och etik och riktlinjer för bolagsstyrning är i väsentliga delar gemensam. Vissa medel kan användas både för att ta miljömässiga och etiska hänsyn och för att genomföra en viss ägarpolicy med syfte att skapa värden för aktieägarna. De vanligaste medlen är

- undvika vissa placeringar (negativa urval),
- föredra vissa placeringar (positiva urval), och
- utnyttjande av ägarrollen.

För att undvika vissa placeringar (negativa urval) avgränsas ofta placeringsuniversum genom s.k. filtrering (eng. *screening*) som leder till att bolag som producerar vissa typer av produkter utesluts. Målet kan också vara att åstadkomma förändring genom att utesluta bolag på grundval av deras agerande och därpå offentliggöra skälen för uteslutningen, vilket kan förväntas få större praktisk betydelse ju större och mer känd institutionen är. Positiva urval syftar till att identifiera antingen bolag eller branscher som bedöms vara framtida vinnare i något avseende eller de mest hållbara bolagen inom varje bransch. Ägarrollen kan utnyttjas diskret genom dialog med ledningen i bolag där man önskar åstadkomma förändringar eller genom att mer tydligt utmana ledningen tillsammans med andra aktieägare. Det kan inte uteslutas att även andra medel kommer att utvecklas och tas i bruk. Om många investerare utnyttjar medlen kan aktiemarknadens värdering, och därmed

kapitalkostnaderna, komma att skilja sig åt mellan bolag och branscher på ett sätt som gynnar hållbar utveckling.

AP-fondernas uppdrag

AP-fonderna ska förvalta tilldelade medel så att de blir till största möjliga nytta för pensionssystemet. Målet är långsiktigt hög avkastning i förhållande till risken i placeringarna. Fonderna ska inte ha näringspolitiska eller ekonomisk-politiska mål. Rollen som förvaltare av statliga pensionsmedel ställer krav på att fonderna uppbär allmänhetens förtroende, varför hänsyn till miljö och etik ska tas i placeringsverksamheten utan att avkall görs på det övergripande målet om hög avkastning.

AP-fonderna ska årligen fastställa en verksamhetsplan som innehåller en placeringspolicy, en ägarpolicy och en riskhanteringsplan. Riktlinjerna ska bl.a. visa hur hänsyn till miljö och etik tas i placeringsverksamheten utan att avkall görs på målet om hög avkastning. I ägarpolicyen ska det fastslås mål, medel, regler för beslutsfattande samt allmänna riktlinjer för bolagsstyrning. Sjunde AP-fonden som inte har rätt att rösta för fondens svenska aktier har undantagits från kravet att upprätta en ägarpolicy.

Första-Fjärde samt Sjunde AP-fondernas riktlinjer för miljö och etik har konvergerat över tiden och närmat sig den principiella utformning som ursprungligen föreslogs och utvecklades på initiativ av Sjunde AP-fonden, även om tillämpningen fortfarande varierar. Den numera gemensamma grunden för fondernas agerande på detta område är den etiska syn som staten gett uttryck för genom att underteckna internationella konventioner och överenskommelser. AP-fondernas riktlinjer för miljö och etik tar sikte på bolag som kan konstateras ha brutit mot sådana konventioner och överenskommelser. Fonderna försöker i första hand åstadkomma förbättringar genom att i rollen som aktieägare kontakta berörda bolag. Försäljning av aktierna tillgrips som en sista utväg, om kontakter med berörda bolag inte ger önskat resultat. Sjunde AP-fonden, som inte har rätt att rösta för fondens svenska aktier, arbetar primärt med uteslutning.

Första-Fjärde AP-fonderna har, efter gemensam upphandling av analys- och rådgivningstjänster inom miljö och etik, bildat det gemensamma Etikrådet, genom vilket det sker en samordning av fondernas agerande i förhållande till utländska portföljbolag. När

det gäller svenska portföljbolag arbetar Första-Fjärde AP-fonderna däremot enskilt. Exempelvis har flera fonder, var för sig, bedrivit separata dialoger med utvalda svenska börsbolag om miljö och etik.

Var och en av Första-Fjärde AP-fonderna lägger stor vikt vid bolagsstyrning medan tillvägagångssättet kan variera något även inom detta område. En omständighet som påverkar förutsättningarna är den svenska aktieportföljens storlek och sammansättning (graden av koncentration). Ett större ägande i ett enskilt bolag ger i allmänhet bättre förutsättningar att utöva direkt inflytande i bolaget, bl.a. genom medverkan i valberedningen inför bolagsstämman, än vad som gäller för mindre aktieägare. Första-Fjärde AP-fonderna har under årens lopp deltagit i ett antal valberedningar och i dessa fall haft ett direkt inflytande på styrelsernas sammansättning. Fonderna utövar även inflytande genom att delta i debatten om självreglering och uppförandekoder genom sammanslutningar i Sverige och utomlands, t.ex. Kollegiet för svensk bolagsstyrning, International Corporate Governance Network (ICGN), SNS och Institutionella ägares förening för regleringsfrågor på aktiemarknaden.

Behovet av en utvärdering

Utvecklingen i omvärlden

Utvecklingen har gått mycket snabbt, särskilt under senare år, när det gäller förekomsten av finansiella institutioner som i sin verksamhet integrerar finansiella mål med hänsynstagande till miljö, etik och bolagsstyrning (ESG). Ett exempel på denna utveckling är FN:s principer för ansvarsfulla investeringar (*Principles for Responsible Investment*, PRI) som offentliggjordes så sent som 2006 och som ett år senare hade undertecknats av 180 institutionella investerare – däribland flera AP-fonder – och rådgivare som tillsammans representerade ett förvaltad kapital på 8 000 miljarder US dollar. FN:s principer innehåller bl.a. ett åtagande om att de institutionella investerarna ska integrera ESG-faktorer i beslutsprocessen och utnyttja ägarinflytandet för att åstadkomma önskade förändringar i de ägda bolagen.

Ett närliggande exempel är den norska Statens pensjonsfond bolagsstyrningen och har avsatt betydande resurser för ändamålet. Eftersom fonden inte investerar lokalt i Norge avser bolagsstyr-

ningen endast utländska bolag. Finansdepartementet beslutar om uteslutning av bolag efter förslag från ett fristående etikråd (Första-Fjärde AP-fonderna har valt ett likalydande namn för sitt samarbetsorgan, jfr ovan). Medan filtrering tar sikte på produkter baseras uteslutning på bolagens uppträdande. Norska regeringen har beslutat att de etiska riktlinjerna ska utvärderas under loppet av 2008 och att resultatet av denna utvärdering ska läggas fram för Stortinget under våren 2009.

AP-fondernas arbete med frågor som rör miljö, etik och bolagsstyrning har genomgått en fortlöpande utveckling, vilket som framgått även gäller för omvärlden. Förekomsten av jämförelsenormer skärper behovet av att hålla jämna steg med utvecklingen.

Allmänhetens förtroende

Eftersom kapital ger inflytande blir det betydelsefullt hur inflytandet utnyttjas. Som redan påpekats råder numera bred enighet om att de finansiella institutionerna – i enlighet med skyldigheten att iaktta förmånstagarnas intresse – ska utnyttja det inflytande som följer med rollen som ägare av börsbolag. Innebörden av rätten och skyldigheten att förvalta kapitalet med förmånstagarnas underförstådda samtycke är mer diffus. Detta kan även, med motsvarande brist på precision, tolkas motsatsvis som att verksamheten inte ska bedrivas på ett sätt som väcker förmånstagarnas misstynke.

I regeringsformen står det bl.a. att den offentliga makten skall utövas med respekt för alla människors lika värde och för den enskilda människans frihet och värdighet. Det allmänna ska också främja en hållbar utveckling som leder till en god miljö för nuvarande och kommande generationer. En viktig del i regeringens ägarpolicy för statliga företag är att företagen har en genomtänkt och förankrad policy och strategi för att hantera miljöhänsyn, sociala frågor, mänskliga rättigheter, jämställdhet, mångfald och etik.

Vad som krävs för att uppbära allmänhetens förtroende är en bedömningsfråga och kan dessutom variera över tiden. Det är därför angeläget att det sker en avstämning av AP-fondernas riktlinjer i förhållande till svensk och internationell praxis, inklusive frågor om riktlinjernas genomförande. En oberoende och kvalificerad bedömning av AP-fondernas riktlinjer bör vara till gagn i fondernas

fortsatta arbete. En sådan utvärdering har också efterfrågats av riksdagen.

Riksdagens beställning

Finansutskottet gjorde hösten 2004 uttalanden med innebörden att AP-fondernas kostnader samt riktlinjer för miljö och etik borde utvärderas i särskild ordning. AP-fondernas kostnader utvärderades under det följande året, medan riktlinjerna för miljö och etik ännu inte har granskats. Utskottet utgick från att regeringen i kommande utvärderingar av AP-fondernas verksamhet även utvärderar effekterna av fondernas riktlinjer för miljö och etik. Finansutskottet uttalade dock att riktlinjerna bör ha varit i kraft under ett antal år för att det skall vara meningsfullt att analysera och utvärdera dem (bet. 2004/05:FiU6, s. 18).

I regeringens skrivelse med redovisning av AP-fondernas verksamhet 2001–2005 (skr. 2005/06:210, s. 53) konstaterades att fonderna hade verkat med det nya regelverket i mer än fem års tid, varför en tillräcklig tidsperiod kunde anses vara passerad och att ett förslag till en utvärdering av fondernas riktlinjer för miljö och etik som skulle ha formen av en offentlig utredning därför bereddes inom Regeringskansliet, med bl.a. den norska utredningen angående den dåvarande petroleumfondens etiska riktlinjer som förebild (NOU 2003:22 Forvaltning for fremtiden). Detta noterades i utskottets betänkande hösten 2006, under rubriken om bolagsstyrning (bet. 2006/07:FiU6, s. 9).

Regelverket

Kommittén ska beakta AP-fondernas uppdrag, som det framgår av lag och förarbeten. Oaktat denna förutsättning finns det skäl att överväga de instruktioner för utövandet av ägarrollen som ges i förarbetena till lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder). Där finns skrivningar om att det för AP-fondernas del (med undantag för Sjätte AP-fonden) inte kan bli fråga om någon utpräglad aktiv ägarroll som riskerar att bli överordnad avkastningsmålet och att det finns skäl att iaktta restriktivitet när det gäller exempelvis egen styrelserepresentation (prop. 1999/2000:46, s. 83). Även om det saknas indikationer som tyder på att fonderna

skulle vara i någon mening passiva som ägare finns det ändå skäl att överväga om inriktningen av dessa instruktioner är ändamålsenlig, bl.a. mot bakgrund av den utveckling som ägt rum sedan lagen antogs och de krav som i dag mer allmänt ställs på institutionella investerare som ägare av börsbolag.

Landsorganisationen (LO) har i en skrivelse till regeringen föreslagit att riksdagen ska besluta om en ram för AP-fondernas riktlinjer för miljö och etik samt riktlinjer för bolagsstyrning (Fi2007/4815). Det bör övervägas om förslaget förbättrar allmänhetens förtroende för fonderna, med beaktande av bl.a. fondernas uppdrag och regeringens årliga utvärderingar. Exempel på sådana överväganden är om fondernas egna riktlinjer kan bedömas vara ändamålsenliga ur förtroendesynpunkt och om ytterligare instruktioner från riksdagens sida skulle påverka förutsättningarna att kritiskt värdera riktlinjerna och deras genomförande.

Uppdraget

En kommitté tillkallas för att utvärdera AP-fondernas riktlinjer för miljö och etik i placeringsverksamheten samt riktlinjerna för bolagsstyrning.

Avgränsning

Sjätte AP-fonden ligger utanför fempartiöverenskommelsen om pensionsreformen. Det finns inte några krav i lag och förarbeten om att Sjätte AP-fonden ska ta hänsyn till miljö och etik i placeringsverksamheten eller utforma riktlinjer för detta ändamål. Sjätte AP-fonden har emellertid utformat sådana riktlinjer på eget initiativ. Sjätte AP-fonden har ett särskilt uppdrag att investera fondens medel i små och medelstora bolag, vilket ger andra och större möjligheter – och även krav – att bedriva bolagsstyrning, bl.a. genom egen styrelserepresentation. Till skillnad från Första-Fjärde AP-fonderna kan Sjätte AP-fonden uppträda som majoritetsägare i portföljbolagen, vilket ger andra förutsättningar för verksamheten. Resultatet av Sjätte AP-fondens bolagsstyrning framgår av fondens löpande avkastning och bör utvärderas i det sammanhanget.

Sjunde AP-fonden saknar rätt att rösta för fondens svenska aktier, varför fonden har undantagits från kravet att upprätta riktlinjer för bolagsstyrning, dvs. en ägarpolicy.

Av ovanstående skäl lämnas Sjätte AP-fonden utanför den direkta granskningen, medan Sjunde AP-fonden undantas från granskningen av riktlinjer för bolagsstyrning. Därmed omfattar utvärderingen Första-Fjärde AP-fondernas riktlinjer för miljö och etik samt bolagsstyrning och Sjunde AP-fondens riktlinjer för miljö och etik.

Utvecklingen i omvärlden

Kapitalförvaltning som tar hänsyn till miljö, etik och bolagsstyrning har utvecklats mycket snabbt under senare år. Förekomsten av sådan verksamhet bland större pensionsfonder i Sverige och utomlands ska undersökas med avseende på omfattning, principiell utformning och praktiskt genomförande. Viktiga förändringar under senare år ska identifieras. Särskild vikt ska läggas vid aktörer som har offentliga uppdrag som kan jämföras med AP-fondernas och aktörer som av andra skäl kan komma att jämföras med AP-fonderna.

Konsekvenser

Till undersökningen av kapitalförvaltning som tar miljömässiga och etiska hänsyn ska fogas bedömningar av konsekvenserna av en sådan inriktning, dels med avseende på förväntad avkastning och risk samt kostnader, dels med avseende på portföljbolagens arbete med miljö och etik. Bedömningarna ska ha ett medelfristigt till långsiktigt perspektiv och beakta vedertagen forskning på området.

Allmänhetens förtroende

AP-fonderna måste uppbära allmänhetens förtroende. Kommittén ska utreda den praktiska innebörden av kravet att uppbära allmänhetens förtroende och redovisa olika sätt att uppfylla det. Till grund för kommitténs bedömningar ska ligga fondernas uppdrag inom pensionssystemet och målet om hög långsiktig avkastning i förhållande till risken i placeringarna. Därutöver har det betydelse

på vilka sätt resultaten uppnås och hur ansvaret och inflytandet som ägare utnyttjas. Fonderna har även skäl att eftersträva samverkan med andra institutionella investerare eftersom det är på det sättet minoritetsägare får reellt inflytande. En central fråga är fondernas ställningstaganden till aktierelaterade incitamentsprogram i samband med bolagsstämmorna och hur dessa sedan kommuniceras utåt. Incitamentsprogram som är felaktigt konstruerade riskerar att inte endast vara förtroendeskadliga utan kan också vara långsiktigt kostsamma genom att uppmuntra kortsiktigt agerande i portföljbolagen.

AP-fondernas riktlinjer

AP-fondernas riktlinjer för miljö och etik samt riktlinjerna för bolagsstyrning, ska utvärderas med utgångspunkt i utredningens bedömningar enligt ovan. Utvärderingen ska inkludera riktlinjernas genomförande, t.ex. genom filtrering, utslutning, positiva urval och utnyttjandet av ägarrollen, och de instruktioner för utövandet av ägarrollen som ges i lagens förarbeten. Utvärderingen ska också omfatta regeringens årliga utvärdering av AP-fondernas verksamhet och vad som där sagts med anledning av de aktuella riktlinjerna. Kommittén ska överväga om riktlinjerna och deras genomförande behöver förändras. Kommittén ska också föreslå nödvändiga författningsändringar. Kommittén ska beakta AP-fondernas uppdrag som det framgår av lag och förarbeten, med reservation för de ovan nämnda riktlinjerna för utövandet av ägarrollen. Kommitténs förslag ska inte försämra förutsättningarna för en effektiv styrning och utvärdering av fonderna. Fondernas mål ska ligga fast.

Utredningsarbetet

Under arbetet ska kommittén samråda med berörda AP-fonder. Uppdraget ska redovisas senast den 28 november 2008.

(Finansdepartementet)

Aktörsperspektiv och AP-fondsetik

av Per Bauhn

Professor i praktisk filosofi vid Högskolan i Kalmar

1 Om etiska resonemang och aktörsperspektivet

Etiska resonemang kan vara av två olika slag. *Deskriptiv* eller beskrivande etik handlar om de normer för rätt och orätt handlande som människor faktiskt följer eller har följt, vid en viss tidpunkt och i ett visst samhälle. Studier av etik i denna beskrivande mening kan förekomma i historiska, antropologiska, eller sociologiska framställningar. Men vanligare är att vi med etiska resonemang menar argument rörande hur vi *bör* handla, alltså vad som *är* rätt och orätt att göra. Sådana *normativa* argument nöjer sig inte med att rapportera människors åsikter om rätt och orätt, utan vill nå fram till hållbara slutsatser om det etiskt rätta.

Vad menas då med "hållbara slutsatser" i normativ etik? Ett minimikrav – som gäller alla argument, och inte bara den normativa etiken – handlar om logisk motsägelsefrihet. Etiska resonemang måste hänga ihop, i den enkla meningen att de etiska principer eller regler som man kommer fram till inte får upphäva varandra. Man kan t.ex. inte samtidigt hävda både "Det är *alltid* orätt att beröva en människa livet" och "Dödsstraff kan *ibland* vara berättigat".

Men kravet på motsägelsefrihet är ett *formellt* villkor. Det säger bara att vi inte samtidigt kan bejaka och förneka ett och samma påstående. Det säger inget om *vilket* påstående som vi bör ställa oss bakom, inget om *innehållet* i vår etik. Kravet på motsägelsefrihet säger alltså inget om huruvida dödsstraff är rätt eller orätt. Det säger bara att om vi anser att det alltid är orätt att beröva en människas livet, så kan vi inte samtidigt vara för dödsstraff.

Så hur kommer vi in i den normativa etiken? Hur kan vi argumentera för att vissa handlingar är moraliskt rätta, andra moraliskt orätta, att vi har vissa rättigheter och vissa skyldigheter gentemot varandra?

En möjlig väg är att hävda att det finns vissa värden som är så självklara att vi inte kan eller behöver argumentera för dem, och att det etiskt rätta måste handla om att åstadkomma så mycket som möjligt av dessa värden. Detta är den *maximeringsetiska* modellen. Lycka brukar vara ett vanligt förekommande maximeringsetiskt värde, och är centralt för den mest kända maximeringsetiska teorin, utilitarismen. Grundtanken är enkel. Lycka måste vara bättre än olycka, och mer lycka måste vara bättre än mindre lycka. Alltså bör vi maximera lycka, dvs. se till att så många människor (eller förnimmade varelser, om man också vill inkludera djur) blir så lyckliga som möjligt.¹

Att lycka måste vara ett värde för varje människa ter sig så intuitivt självklart, att det inte verkar behöva något argument. Man kan visserligen påpeka att det finns människor som medvetet väljer ett asketiskt liv under stora försakelser, avstår från all lyx, alla nöjen, alla lustar. Men maximeringsetikerns svar blir bara att det är *deras* sätt att söka lycka. Vissa blir lyckliga av ett liv i sus och dus, andra av en eremitillvaro i öknen. Men lycka är vad de alla eftersträvar.

Maximeringsetiken är emellertid inte oproblematisk. Det som kan te sig rimligt på det individuella planet kan bli absurt på det kollektiva planet. Det må vara förnuftigt för mig att eftersträva så mycket lycka som möjligt i mitt liv. Det är trots allt jag själv som får stå för såväl uppoffringarna som framgångarna i min personliga strävan efter lycka. Men när vi talar om att maximera lycka för ett kollektiv, så handlar det inte om att balansera minus- och plus-

¹ Så formulerar Jeremy Bentham den s.k. utilitetsprincipen: "[D]et är det största antalet största lycka som är måttet för rätt och orätt". Se hans *A Fragment on Government*, i *A Fragment of Government and An Introduction to the Principles of Legislation* (red. Wilfred Harrison), Basil Blackwell, 1948 [1776], s. 3. För en modern och mer sofistikerad version av lyckomaximeringsteorin, se Richard Hare, *Moral Thinking*, Oxford University Press, 1981. Hare skiljer mellan två nivåer av etiskt tänkande. På den *kritiska* nivå väljer vi våra etiska principer utifrån ambitionen att maximera preferenstillfredsställelse. På den *intuitiva* nivån, dvs. i vårt vardagliga handlande, följer vi sedan dessa principer, som t.ex. att man bör hålla sina löften, att oskyldiga inte bör straffas, osv., utan att ta ställning till om de i varje enskilt fall maximerar preferenstillfredsställelse. Härigenom skyddar vi oss mot de förödande misstag som kan bli följden om man i en komplicerad situation där mycket står på spel börjar spekulera i vad som ger största möjliga lycka i långa loppet. Ett problem här är förstås om en teori som accepterar att man *inte alltid* i sitt dagliga handlande ska eftersträva största möjliga lycka fortfarande är en form av maximeringsetik.

poster inom ett enskilt liv, utan över individgränser. Vissa individer måste kanske göras olyckliga för att andra ska bli desto mer lyckliga och därmed totallyckan maximeras i kollektivet som helhet.

Med den maximeringsetiska modellen kan det vara rätt att jag räddar mitt liv genom att söva ner min granne och låta inoperera hans njure i min kropp – nämligen om mitt fortsatta liv erbjuder så mycket lycka för mig själv och andra att det mer än uppväger den olycka som åsamkas min granne, hans nära och kära, och andra som berörs av ingreppet. På liknande sätt kan den maximeringsetiska modellen sanktionera avsteg från traditionella rättvisepprinciper, som att ingen oskyldig får straffas, nämligen om tillräckligt stora lyckovinster står på spel. Antag att en oskyldig man sitter fängslad för ett mord. Den lokale polischefen vet att han är oskyldig, men ingen annan vet det, och utanför fängelset kräver en upprörd folkmassa att mannen ska hängas. Polischefen har att välja mellan att hänga mannen och därmed undvika kravaller, eller att mobilisera nationalgardet, vilket kommer att innebära att minst tio personer i folkmassan kommer att skjutas ihjäl. Eftersom ingen annan än polischefen vet att mannen är oskyldig, så kommer inte tilltron till rättsväsendet att skadas av att han låter hänga honom. Maximeringsetikens slutsats förefaller här bli att den oskyldige ska hängas. Frågan om skuld och oskuld har ingen tyngd i sig inom denna modell. I slutändan handlar det om att antingen döda en eller döda tio, och om vi antar att varje dödsoffer medför lika stor förlust av lycka, så bör vi hellre offra en än offra tio.

Maximeringsetiken hanterar kollektiv lyckomaximering som om kollektivet vore en individ. Man tänker sig en total lycka som kan summeras över individgränser, på samma sätt som man inom ett enskilt liv kan summera lyckliga och olyckliga tillfällen. Men det finns ingen kollektiv organism som upplever denna totala lycka – det enda som finns är vissa lyckliga och vissa olyckliga individer.² Och de som får sina intressen offrade till förmån för de andras större intressetillfredsställelse kan med all rätt ställa frågan: ”Varför ska vi offras för deras skull?” Detta är en fråga som handlar om *rättvisa* och om individers *rättigheter*.

Att hävda att man har en rättighet till ett visst objekt är att hävda att *ingen annan får beröva en detta objekt*, och att åtminstone *vissa andra* (som står i en viss relation till en själv) också *bör hjälpa*

² Robert Nozick, *Anarchy, State, and Utopia*, Basil Blackwell, 1974, s. 32–33.

en att förvärva objektet, om man inte kan göra det av egen kraft. Rättigheter kan alltså inte handla om vad som helst som en person råkar vilja ha, utan måste syfta på något som är genuint *nödvändigt*. (Att jag väldigt gärna vill semestra billigt i Toscana gör det inte till en rättighet för mig. Om min granne köper den sista restresan till Toscana, så har han därmed inte åsidosatt mina rättigheter, även om jag blir frustrerad av hans agerande.)

Om en rättighet dessutom ska gälla som en *mänsklig* rättighet (till skillnad från sedvanerätt eller stiftad lag), så måste den också göra anspråk på allmängiltighet. Den måste kunna göra anspråk på giltighet över tid och över kulturella gränser. Det är dessa krav på nödvändighet och allmängiltighet som Immanuel Kant tar fasta på när han säger att "en lag måste föra med sig absolut nödvändighet om den ska vara moraliskt giltig".³

Det mänskliga handlandet, *aktörskapet*, erbjuder en utgångspunkt just för ett sådant möte mellan det allmänmänskliga och det nödvändiga. Som människor är vi, åtminstone i normalfallet, handlande personer eller personer som avser att i framtiden handla. Vi har mål som vi vill se förverkligade, och vi planerar och agerar för att uppnå deras förverkligande. Handlingslivet är också en naturlig utgångspunkt för moraliska resonemang, eftersom moralen handlar om hur vi bör eller inte bör handla. Det är också en mer basal utgångspunkt än det lyckobegrepp som figurerar i maximeringsetiken. Lycka betyder olika saker för olika människor, men varje människa behöver åtminstone någon grad av handlingskapacitet för att förverkliga sin bild av vad lycka är.

Allt handlande har också en *normativ dimension*, eftersom vi i vårt handlande ger uttryck för våra föreställningar om vad som är gott och värt att eftersträva. Vi handlar för att vi *vill* uppnå något. I denna mening kan man tillskriva varje aktör eller handlande person en positiv värdering av målet för hennes handlande. Hon handlar utifrån vad som åtminstone *förefaller* henne vara gott.⁴

Olika aktörer har olika mål och sätter därmed värde på olika ting. Vissa vill bestiga berg, andra nöjer sig med att samla frimärken. Men gemensamt för bergsbestigaren, frimärkssamlaren och alla andra aktörer är att de måste betrakta själva sin förmåga till framgångsrikt handlande, liksom de egenskaper och villkor som

³ Immanuel Kant, *Groundwork of the Metaphysic of Morals* [*Grundlegung zur Metaphysik der Sitten*], 1964 [1785], s. 57 [389]; 76 [408].

⁴ Aristoteles, *Ethica Nicomachea*, III, iv, 1113 a15–23, i Richard McKeon (red.), *The Basic Works of Aristotle*, Random House, 1941.

ingår i denna förmåga, som *nödvändiga värden*. Det skulle innebära en själv motsägelse för dem att hävda både att de vill sina respektive mål, och att de kan vara utan det som är nödvändigt för att de ska lyckas i dessa mål.

Vilka är dessa nödvändiga värden? Den amerikanske moralfilosofen Alan Gewirth har summerat upp dem som *frihet* och *välbefinnande*.⁵ Frihet handlar om *formen* för vår handlingskapacitet, om att kunna utöva informerad kontroll över vårt uppträdande, dvs. att slippa tvång och vilseledning och att kunna agera utifrån eget informerat val. Välbefinnande handlar om *innehållet* i vår handlingskapacitet, det vi behöver när vi handlar: liv, hälsa, säkerhet, utbildning, försörjningsmöjligheter, självtillit.

Frihet och välbefinnande kan bli föremål för allmänmänskliga rättighetsanspråk. Eftersom vi gör anspråk på frihet och välbefinnande i vår egenskap av att vara aktörer med mål som vi vill förverkliga, så måste vi också gå med på att alla andra aktörer, med lika god rätt, kan göra samma anspråk. Alltså måste vi gå med på att alla aktörer har rättigheter till frihet och välbefinnande.

Aktörsperspektivet är alltså ett normativt perspektiv, som utgår från att vi, i vår egenskap av att vara handlande varelser, sätter värde på målen för vårt handlande och på vår förmåga att framgångsrikt förverkliga dessa mål. Utifrån detta perspektiv kan vi värdera handlingar, tillstånd, politiska, sociala och ekonomiska förhållanden utifrån om de är eller inte är förenliga med den frihet och det välbefinnande som alla aktörer måste göra anspråk för att kunna upprätthålla sin status som just aktörer.

Olika typer av välbefinnande kan graderas utifrån deras betydelse för framgångsrikt handlande. Mord och misshandel är värre angrepp på en aktörs rättigheter än stöld, eftersom förlust av liv och hälsa kan helt eliminera förutsättningar för handlande, medan en stöld visserligen sänker en aktörs nivå av tillgångar och därmed hennes kapacitet för framgångsrikt handlande, men utan att helt upphäva hennes handlingsförmåga. På samma sätt kan ingrepp i frihet graderas utifrån om de är permanenta eller tillfälliga, om de är generella eller gäller endast enstaka handlingar. Att bli inlåst och drogad är ett värre angrepp på en aktörs frihet än att förbjuda henne att rasta sin hund i parken.

Rättigheter är inte absoluta. Om alla har rättigheter till frihet och välbefinnande, så måste det finnas gränser för den enskilde

⁵ Alan Gewirth, *Reason and Morality*, The University of Chicago Press, 1978, s. 48–63.

aktörens rätt till frihet. Denna rätt kan t.ex. inte omfatta att miss-handla eller förslava andra aktörer. Och en aktör som förgripit sig på andra och därmed givit sig själv en större frihet än vad han medger för sina offer, kan av domstol berövas sin egen frihet, som en markering av att han åsidosatt den balans som bör råda mellan hans egna och andras rättigheter.

Det finns också ett samband mellan aktörsperspektivets rättighetsanspråk och det rättvisa samhällets utseende. Statens mest basala funktion är att skydda de enskilda medborgarnas rättigheter till frihet och välbefinnande. Det innebär först och främst en *kapacitetsbevarande funktion*, med ett rättsväsende som förhindrar och bestraffar angrepp på individers liv, frihet, och hälsa. (Med "kapacitet" avses i aktörsperspektivet *handlingskapacitet* och det välbefinnande som förknippas med bevarade grundläggande förutsättningar för målinriktat handlande.) Men det innebär också en *proceduriell ordning*, där den aktörsrelaterade rätten till frihet kommer till uttryck i en process för politiskt beslutsfattande som direkt eller indirekt vilar på medborgarnas samtycke. Det är så den demokratiska staten rättfärdigas utifrån aktörsperspektivet: rätten till en frihet i handlande utsträcks till en frihet att tillsammans med andra forma det samhälle under vars lagar man lyder.

I den svenska regeringsformens första kapitel uttrycks sambandet mellan individuell frihet och demokrati i den första paragrafens formulering om att "All offentlig makt i Sverige utgår från folket" och i den andra paragrafens formulering om att den offentliga makten ska utövas med respekt för "den enskilda människans frihet och värdighet". Att staten dessutom har som uppgift att skydda medborgarnas rätt till välbefinnande framhålls på samma ställe med formuleringen att "Den enskildes personliga, ekonomiska och kulturella välfärd skall vara grundläggande mål för den offentliga verksamheten". De mer specifika politiska friheterna som bär upp demokratin preciseras i 2 kap., 1 §: yttrandefrihet, informationsfrihet, mötesfrihet, demonstrationsfrihet, föreningsfrihet, religionsfrihet. Till frihetsrättigheterna hör också att varje medborgare är "gentemot det allmänna skyddad mot frihetsberövande" (dvs. godtyckligt frihetsberövande, utan prövning i rättsinstans), liksom varje medborgares "frihet att förflytta sig inom riket och att lämna detta" (2 kap., 8 §).

Friheterna i regeringsformen är dock inte absoluta. Här finns en parallell till aktörsperspektivet, där man i händelse av konflikter mellan rättigheter kan göra avvägningar mellan mer och mindre

väsentliga värden, och t.ex. prioritera långsiktig frihet framför kort-siktig frihet. På motsvarande sätt noterar regeringsformen att de uppräknade frihetsrättigheterna kan bli föremål för begränsningar, men "endast för att tillgodose ändamål som är godtagbart i ett demokratiskt samhälle" (2 kap., 12 §). Yttrandefriheten och informationsfriheten kan bli föremål för begränsningar "med hänsyn till rikets säkerhet, folkförsörjningen, allmän ordning och säkerhet, enskilds anseende, privatlivets helgd eller förebyggandet och beivrandet av brott" (2 kap., 13 §). Vidare gäller att "Mötesfriheten och demonstrationsfriheten får begränsas av hänsyn till ordning och säkerhet vid sammankomsten eller demonstrationen eller till trafiken" (2 kap., 14 §).

Men statens skydd för de aktörsrelaterade rättigheterna handlar inte bara om att bevara individers frihet och välbefinnande, utan också om det mer dynamiska målet att främja och utveckla dessa värden för alla medborgare. Vi kan här tala om statens *kapacitetsfrämjande* funktion. Alla medborgare kan inte från början antas ha den grad av handlingskapacitet som de enligt aktörsperspektivet har rätt till, och då blir det en samhällelig uppgift att avhjälpa detta: "Det allmänna skall verka för att alla människor skall kunna uppnå delaktighet och jämlikhet i samhället" (1 kap., 2 §). Termen "jämlikhet" bör i detta sammanhang inte förstås som att alla ska ha lika mycket pengar eller ha exakt samma boendestandard, utan snarare som en *medborgerlig* jämlikhet, som innebär att alla ska kunna vara delaktiga i samhällslivet. De efterföljande raderna om motverkande av olika typer av diskriminering talar också för denna tolkning. Skolplikten, liksom föreskriften om att "Det allmänna skall svara också för att högre utbildning finns" (2 kap., 21 §) syftar också till ett sådant dynamiskt främjande av handlingskapacitet.

Det är i detta sammanhang som man bör se frågan om AP-fondernas placeringar. Utifrån aktörsperspektivet handlar det om att idag göra insatser för att främja framtida pensionsmottagares handlingskapacitet, genom att skapa bästa möjliga avkastning på deras förvaldade kapital. Som medborgare i en demokrati ikläder vi oss ett ömsesidigt ansvar för de samhällseliga förutsättningarna för vår långsiktiga frihet och välbefinnande. Av samma skäl som vi gemensamt måste finansiera ett militärt försvar, så måste vi också tillse att det finns resurser att trygga vår ålderdom. AP-fondernas avkastningskrav kan också motiveras av det faktum att de fonderade resurserna utgörs av medel som löntagare och medborgare avstått till fonderna i enlighet med politiska beslut. Alltså

är det rimligt att kräva av de politiska institutioner som tagit på sig uppgiften att förvalta medborgarnas pengarna i deras eget ställe – alternativet kunde ju ha varit att medborgarna själva fullt ut ansvarat för sina pensionsplaceringar – att de gör ett så bra arbete som möjligt.

Avkastningskravet är alltså inte väsensskilt från de etiska krav som nu diskuteras. Tvärtom är avkastningskravet i sig etiskt motiverat, utifrån aktörsperspektivet och dess betoning av långsiktig handlingskapacitet.

2 Aktörsperspektivet och AP-fondernas placeringar

Den nätbaserade affärstidningen E24 skrev den 13 mars 2008 att AP-fonderna placerat två miljarder i "bolag med koppling till kärnvapen och klusterbomber".⁶ I artikeln i E24 påpekas att AP-fonderna dessutom ökat sina placeringar i dessa verksamheter under det sista halvåret. Ordföranden i det etiska råd som de fyra första AP-fonderna bildat, Carl Rosén, försvarade placeringarna: "Vår utgångspunkt är att vi ska följa de internationella konventioner som Sverige skrivit på, vi kan inte göra någon egen tolkning. Till exempel har Sverige skrivit på icke-spridningsavtalet för kärnvapen, men inom ramen för det är tillverkning av atomvapen tillåten".

Nu är detta inte en självklar konklusion. Om man med etik inte menar mer än att man avser att följa lagen, så kan man lika gärna utelämna hänvisningarna till etik helt och hållet. Då räcker det med att hänvisa till allmän laglydnad som högsta norm. Ska det vara någon poäng med ett förhållningssätt som rubriceras som specifikt etiskt, så måste det kunna gå bortom det rent juridiska. (Och hur förtroendeskapande är det om man anger "Vi avser att följa lagen" som vägledande norm för ens val? Det är som om man övervägt möjligheten av lagöverträdelse men sedan bestämt sig för att trots allt hålla sig inom lagens ramar.)

Att etik är något annat och mer än att följa lagen innebär emellertid inte att Carl Roséns slutsats är fel i sak. Man kan t.ex. hävda att om det inte är orätt att tillverka ett visst vapen, så är det

⁶ http://www.e24.se/branscher/bankfinans/artikel_321613.e24

inte heller orätt att placera i bolag som tjänar pengar på tillverkningen.

Det finns också andra alternativ än att avstå från att placera för den som ser tillverkning av klusterbomber som moraliskt problematisk. Man kan t.ex. välja att rikta sina placeringar mot utveckling av självförstörande klusterbomber som inte ligger kvar i terrängen och skadar civila långt efter den ursprungliga bombfällningen. Man kan också välja att placera vinsten från bolag som tillverkar vapen till att stödja rörelser och strategier som syftar till att begränsa vapnens användning. Avkastningen från en placering som i sig kan vara etiskt tveksam kan alltså användas till mål som har en mer tydlig etisk profil.⁷

Etiska Nämnden för Fondmarknadsföring (ENF) avgav i januari 2004 på Konsumentverkets och Konsumentombudsmannens anmodan ett vägledande uttalande om vad som bör vara god branschsed för etiska fonder. ENF hade problem med själva termen "etisk". Utifrån en ordförklaring hämtad från Svenska Akademiens ordlista nöjde sig ENF med att avgränsa "etik" som "vetenskapen om sedligt gott och ont". Detta är inte särskilt lyckat, eftersom denna definition beskriver vad etiken som disciplin ägnar sig åt, inte vad som är etiskt rätt eller orätt. Definitionen ger alltså inte någon vägledning i frågan om vad som utmärker en etisk fond, med avseende på dess placeringspolicy.

Vad värre är, ENF tar sin missvisande definition till intäkt för en fullständig relativism. Den ordboksdefinition som ENF utgår från skiljer inte mellan normativ och deskriptiv etik. Alltså kan ENF tolka "sedligt gott och ont" i termer av det som *uppfattas* (i ett visst samhälle, vid en viss tidpunkt) som sedligt gott och ont. Följaktligen slår ENF fast att vad som är etiskt "är relativt och subjektivt och dess innebörd förändras över tid." Kontentan blir därför att "[b]edömningen av vad som kan kategoriseras som etisk[t] måste därför göras av den enskilde från fall till fall". Följaktligen avstår ENF från att peka ut vissa placeringar som icke-etiska.⁸

Relativism är emellertid en problematisk position. Om det rätta jämföras med det som någon/flertalet/alla *tror* är det rätta, så blir det omöjligt att hävda att någon kan ha fel i etiska sammanhang. Vi

⁷ Den här idén framförs av Joakim Sandberg, i artikeln "Vad gör dina pensionspengar just nu?", *Filosofisk Tidskrift* nr 1/2007, s. 45–56, se särskilt s. 52–55.

⁸ Etiska Nämnden för Fondmarknadsföring, Vägledande uttalande avgivet den 19 januari 2004 i ärende 1/03 angående marknadsföringen av etiska fonder <http://www.swedbank.se/sst/www/inf/out/fil/0,,469104,00.pdf>

kan inte ens hävda om oss själva att vi hade fel när vi igår hävdade att slaveri är rätt, även om vi idag menar att slaveri är orätt. I stället måste vi säga, enligt den relativistiska tolkningen av etik, att slaveri *var* rätt igår men *är* orätt idag (eftersom rätt och orätt relateras till våra åsikter i frågan). Men då blir moralisk utveckling omöjlig att förklara. Vi kan aldrig hävda att vi nu insett att vår gamla ståndpunkt var felaktig och att det är därför vi övergivit den. I stället *blir* ståndpunkten felaktig *därför* att vi ändrat oss. Detta är inte en rimlig beskrivning av vad moraliska överväganden handlar om.

Det är heller inte en beskrivning som kan förklara moralisk oenighet. När vi är oeniga med någon annan om vad som är rätt, t.ex. om huruvida dödsstraff bör tillåtas, så menar vi att oenigheten handlar om dödsstraffets beskaffenhet, och att den andre har fel därför att han inte har insett något om dödsstraffet som vi har insett. Men för relativisten finns här ingen oenighet i sak, eftersom inget kan vara rätt eller orätt i sig om dödsstraffet. Det enda som finns är en person som säger "Jag *anser* att dödsstraff är rätt" och en annan som säger "Jag *anser inte* att dödsstraff är rätt". Och att en person har en viss uppfattning är ju fullt förenligt med att en annan person inte delar denna uppfattning. Så här finns inte ens en konflikt. Men vi skulle hävda att här *finns* en konflikt, och den konflikten handlar om dödsstraffets moraliska beskaffenhet. Relativismen döljer denna konflikt genom att inte skilja mellan frågan om vad som *är* rätt (som är en normativ fråga) och frågan om vad människor *anser* är rätt (som är en deskriptiv fråga: en beskrivning av opinionsläget, helt enkelt).

Relativismen är emellertid inte en nödvändig slutsats. Det finns visserligen en betydande varians när det gäller människors faktiska värderingar av vad som är gott och ont, önskvärt och avskyvärt, tillåtet och otillåtet. Men i rollen som aktörer måste vi, hur olika och mångskiftande våra mål än är, trots allt göra anspråk på vissa generella förmågor och färdigheter, utan vilka vi inte kan räkna med att framgångsrikt förverkliga dessa mål. Dessa generella förmågor och färdigheter har vi här summerat upp som frihet och välbefinnande. Och det är upprätthållandet av frihet och välbefinnande som fungerar som kriterium för etiskt försvarbara placeringar nedan.

Man kan tänka sig två typer av mål för etiska placeringar. Ett negativt mål (där "negativ" inte avser en värdering, utan handlar om vad man *inte* får göra) handlar om att *undvika att medverka till*

skada, där skada definieras i termer av förlust av frihet och välbefinnande för individer, grupper, eller hela samhällen. Ett positivt mål (där "positiv" inte avser en värdering, utan handlar om vad man måste *bidra* med) handlar om att *medverka till utveckling*, där utveckling definieras i termer av höjd nivå av frihet och välbefinnande för individer, grupper, eller hela samhällen.

Joakim Sandberg argumenterar i sin doktorsavhandling i praktisk filosofi, som handlar om placeringsetik, just för ett sådant mer ambitiöst förhållningssätt:

Investeringar som försummar att göra en betydande skillnad för människor i stor nöd ... är helt klart oetiska och orätta. Vi kan inte längre fortsätta att investera pengar som vi inte behöver på aktiemarknaden bara för att något förbättra vår levnadsstandard. Så länge som människor i andra delar av världen svälter och dör när vi med lätthet skulle kunna ha hjälpt dem, så bör vår primära uppgift gälla deras grundläggande behov och inte vårt överflöd.⁹

Kravet på att göra en positiv skillnad innebär i förlängningen inte bara att man ska ha en viss inriktning *om* eller *när* man investerar, utan också att man *bör* investera (dvs. om man inte redan ägnar sig åt annan än mer effektiv filantropi). Om man har medel tillgängliga för goda investeringar och avstår från att alls investera, och inte heller väljer något annat och bättre sätt att lindra nöden i världen, så har man inte gjort sin plikt mot världens behövande. Med Joakim Sandbergs ord: "Kanske *filantroper* helt enkelt borde bli *kapitalister* i större omfattning än vad som har varit fallet på senare tid, och *kapitalister* borde förvisso bli *filantroper* i större skala än vad de är nu."¹⁰

Det är emellertid inte uppenbart att rättvisan fordrar att vi riktar alla våra investeringar på ett sådant sätt att det bidrar till att främja aktörskap på en global nivå. Vissa investeringar har en mer lokal och begränsad målgrupp, och AP-fondernas placeringar hör hit, eftersom den målgrupp som ska gagnas av deras resultat är svenska pensionärer, inte jordens befolkning i stort. Detta borde inte vara kontroversiellt. Det finns flera exempel på skyldigheter som uppkommer ur vad vi kan kalla *specifika ansvarsrelationer* och som inte utsträcks till individer utanför dessa relationer.

⁹ Joakim Sandberg, *The Ethics of Investing. Making Money or Making a Difference?*, Acta Universitatis Gothoburgensis, 2008, s. 280. Sandbergs bok, som är hans doktorsavhandling i praktisk filosofi, kan läsas i pdf-format via länken

<http://gupea.ub.gu.se/dspace/bitstream/2077/10109/1/Sandberg%20-%20The%20Ethics%20of%20Investing.pdf>

¹⁰ Sandberg, 2008, s. 284 (kursivering i original).

Genom att sätta barn till världen ikläder sig föräldrar ett särskilt ansvar för dessa barn, som de inte har till barn i allmänhet, och som ingen annan har till deras barn. Genom att ta anställning som livvakt, livräddare, läkare, polis, osv. ikläder man sig ett ansvar för att trygga andras liv, säkerhet, och hälsa som inte andra personer har. Genom att avge ett löfte eller skriva på ett kontrakt kan man på liknande sätt ikläda sig ett ansvar för att en viss uppgift eller transaktion utförs, som inte delas av personer som inte avgivit detta löfte eller skrivit på detta kontrakt.

En särskild typ av specifik ansvarsrelation uppkommer genom demokratiskt medborgarskap. Som medlemmar i ett kollektiv av medborgare, med rätt till politiskt självbestämmande, har vi ett ömsesidigt ansvar för att trygga varandras rättigheter till frihet och välbefinnande som vi inte har gentemot människor i allmänhet. Institutioner som ombesörjer utbildning och sjukvård, men också system för pensioner hör till detta medborgerliga ansvarsområde. Hur dessa institutioner ser ut (med avseende på drift, finansiering, behovsprövning, osv.) är en fråga för den parlamentariska processen. Men att en medborgargemenskap har som uppgift att upprätthålla sina medlemmars aktörsrelaterade rättigheter till frihet och välbefinnande är centralt för den demokratiska statens moraliska legitimitet. Utifrån ett aktörsperspektiv måste nämligen staten, och våra plikter mot den, rättfärdigas med att staten är nödvändig för att upprätthålla våra rättigheter till frihet och välbefinnande.¹¹

Det är således en plikt för svenska medborgare att ombesörja utbildning och sjukvård för svenska medborgare, som en del av förverkligandet av vår rätt till välbefinnande. Vi kan däremot inte kräva som en rättighet att amerikanska medborgare ska finansiera

¹¹ Att staten rättfärdigas utifrån dess roll som nödvändigt medel till säkrandet av medborgarnas frihet och välbefinnande (även om innehållet i dessa värden beskrivs på skiftande sätt) är en föreställning som återkommer i den politiska filosofins historia. Man kan här tänka på Aristoteles, *Politiken* (i Richard McKeon (red.), *The Basic Works of Aristotle*, Random House, 1941), 1252b28–30; Marsilius av Padua, *Defensor pacis*, Columbia University Press, 2001 [1324], s. 12–14; Thomas Hobbes, *Leviathan*, Hackett Publishing Company, 1994 [1651], kap. xiii; John Locke, *Second Treatise of Government*, i *Two Treatises of Government and A Letter Concerning Toleration* (red. Ian Shapiro), Yale University Press, 2003 [1690], kap. viii; Jean-Jacques Rousseau, *Du contrat social*, Garnier-Flammariion, 1966 [1762], bok I, kap. v–viii. I modern tid har idén om samhällsfördraget, liksom möjligheten att utifrån denna idé försvara en omfördelade välfärdsstat, aktualiserats av John Rawls, *A Theory of Justice*, Oxford University Press, 1972, s. 17–22, 60–65, 100–108. Rawls' argument när det gäller omfördelning har ifrågasatts av Robert Nozick, *Anarchy, State, and Utopia*, Basil Blackwell, 1974, s. 183–231. För ett argument som, utan att referera till något samhällsfördrag, legitimerar en välfärdsstat baserad på ömsesidiga och positiva skyldigheter mellan medborgarna, se Alan Gewirth, *The Community of Rights*, The University of Chicago Press, 1996, s. 31–91.

vår utbildning och sjukvård (även om de skulle ha råd att göra det, och vi inte skulle ha det). Inte heller har vi en skyldighet att finansiera amerikanska medborgares utbildning och sjukvård (även om vi skulle ha råd att göra det, och de inte skulle ha det.) Stater kan givetvis avtala om ömsesidigt bistånd och därmed ikläda sig internationella förpliktelser, men i avsaknad av sådana avtal föreligger ingen positiv politisk plikt att främja frihet och välbefinnande över statsgränser.

Vi lämnar alltså därhän tanken att AP-fondernas placeringar, för att vara etiskt försvarbara, måste medverka till utveckling av frihet och välbefinnande på en global nivå. AP-fondernas uppdragsgivare är de svenska pensionärerna, och det är deras intressen som fondernas placeringar ska tjäna. Det är detta som är vad vi ovan kallat det positiva målet för fonderna. Vi kommer nu i stället att fokusera på det negativa målet, alltså att undvika att medverka till skada i samband med placeringar.

Utifrån målet att undvika att medverka till skada kan placeringar bli problematiska av åtminstone två olika skäl. För det första kan en verksamhet som är ett tänkbart objekt för placeringar producera varor eller tjänster som i sig utgör ett hot mot människors frihet och välbefinnande. För det andra kan en verksamhet som är ett tänkbart objekt för placeringar producera varor eller tjänster som visserligen inte i sig utgör ett hot mot människors frihet och välbefinnande, men där själva produktionen, arbetsmiljön, eller anställningsförhållandena utgör ett sådant hot. Vi ska nedan diskutera båda dessa kategorier av etiskt problematiska placeringar.

2.1 Etiskt problematiska placeringar som har att göra med vad som produceras

Om man ser till hur etiska fonder faktiskt marknadsförs, så förefaller det etiska innehållet bestå i att man inte placerar i, eller placerar endast i blygsam omfattning i företag som ägnar sig åt tillverkning eller försäljning av krigsmateriel, pornografi, spel, alkohol och tobak, eller som använder sig av barn som arbetskraft, eller på annat sätt bryter mot internationella konventioner och mänskliga rättigheter.¹²

¹² Så är t.ex. fallet med Handelsbankens etiska fonder
http://shb.ecovision.se/DocWeb/Funds/ProductSheet/sv/SEFN911533/REGULATIONS/Fondbestammelser_Sverige_Index_Etisk.pdf, SEB:s etiska fonder
http://www.seb.se/pow/content/fonder/oevrigt/placeringskriterier_etiska_fonder.pdf

Dessa negativa kriterier har emellertid karaktären av ad hoc-villkor, som reflekterar röststarka opinioner i Västvärlden under det senaste seklet, snarare än att vara resultatet av ett sammanhängande principiellt argument. Alkoholens skadeverkningar låg till grund för framväxten av nykterhetsrörelsen och olika typer av inskränkningar i tillgängligheten av rusdrycker (förbud i USA 1920–33, motbok i Sverige 1917–55). Tobakens skadeverkningar har uppmärksamats under årtiondena efter andra världskriget, och har på senare år motiverat rökförbud i offentliga miljöer i ett flertal västerländska stater. Pornografin har sedan länge betraktats som ett negativt fenomen – som synd i religiösa gruppers ögon, som förnedring enligt ett visst feministiskt perspektiv.¹³ Vapenhandeln, med dess koppling till mellanstatlig aggression och storskalig förödelse, har länge betraktats som moraliskt suspekt, och som en väsentlig källa till mänskligt förtryck och lidande.

Att översätta sådana opinioner i generella förbud mot placeringar är inte oproblematiskt. Är det verkligen moraliskt förkastligt att placera i ett företag som erbjuder sina kunder goda viner av hög kvalitet, bara med hänvisning till att det finns människor som missbrukar alkohol och därmed hamnar i stor misär? Borde man då inte också förbjuda placering i företag som framställer bacon, korv, grädde och ost, med hänvisning till att övervikt är ett stort hälsoproblem och att dessa matvaror främjar övervikt? Borde man inte förbjuda placering i biltillverkning, med tanke på bilismens bidrag till dålig stadsluft och åtföljande sjukdomar? Och är vapenhandel alltid förkastlig? Om Finland än en gång blir angripet av Ryssland, skulle det vara lika illa att sälja vapen till Finland som att sälja dem till Ryssland? Skulle vi inte vilja kunna köpa vapen själva, om vårt land blir angripet? Är det verkligen likvärdigt att sälja vapen till en demokrati som försvarar sin frihet och att sälja vapen till en diktatur där de väpnade styrkornas huvudsakliga uppgift är att tyrannisera den egna befolkningen (som t.ex. i fallet med Burma)?

När det gäller pornografi, så förefaller de kommersiella vinsterna ligga i förmedling, snarare än i produktion. Tvärt emot vanliga föreställningar förefaller inte framställningen av pornografiska

Nordeas etiska fonder

http://www.nordea.se/sitemod/upload/Root/www_nordea_se/Privat/spara_placera/fonder/filer/Etiskgranskning_EtisktUrval.pdf, och Swedbanks etiska fonder

<http://www.swedbank.se/sst/inf/spara-och-placera/0,,173182,00.html>

¹³ Man kan dock vara feminist utan att ta generellt avstånd från pornografi. Se Petra Östergren, *Porr, horor och feminister*, Natur och Kultur, 2006, s. 150–156.

filmer i sig generera stora pengar. Däremot kan bredbands-leverantörer eller kabel-tv-bolag berika sig på de kunder som använder sin internetuppkoppling till att ladda ned och se pornografiska alster.¹⁴ En diskussion av etiska placeringskriterier som ensidigt fokuserar framställningen av pornografi blir därför lätt missvisande.

Är pornografi i sig oetisk? Ur ett aktörsperspektiv kan man tänka sig att såväl framställningen som konsumtionen av pornografi kan vara problematisk. Framställningen av pornografi är oetisk, om den utnyttjar människors okunskap eller beroende (t.ex. av snabba inkomster, eller av droger) till att förmå dem att spela in sexscener där de gestaltar olika former av förnedring, eller om sådana scener spelas in under tvång och hot. Konsumtionen av pornografi kan vara etiskt problematisk om den resulterar i ”porrmissbruk”, som får konsumenten att lägga ned så mycket tid och pengar på pornografi att han eller hon blir oförmögen att t.ex. sköta sitt arbete. När det gäller såväl framställningen som konsumtionen så ligger alltså det etiska problemet i förluster av aktörskap, eller i utnyttjandet av sådana förluster.

Men lika lite som i fallet med alkohol och tobak kan man göra det svepande påståendet att *all* pornografi skulle vara oförenlig med den frihet och det välbefinnande som allt aktörskap förutsätter. Människor kan, utan att vara tvingade eller utnyttjade, välja att vara porraktörer, liksom de kan välja att ägna sig åt många andra aktiviteter som i det allmänna medvetandet ter sig mindre attraktiva: städa offentliga toaletter, värva sig som legosoldat, leva som eremit, osv. Människor kan också konsumera pornografi, liksom de kan konsumera alkohol och tobak, utan att nödvändigtvis bli beroende av sin konsumtion. Vi måste skilja mellan å ena sidan våra mer eller mindre subjektiva ideal om hur människor bör och inte bör leva, och å andra sidan aktiviteter som är genuint oförenliga med ett aktörskap med bevarad handlingskapacitet, dvs. baserat på individens frihet och välbefinnande.

Det finns givetvis *typer* av pornografi som måste ses som generellt oförenliga med frihet och välbefinnande. Hit hör pornografiska alster där aktörerna utgörs av minderåriga eller förstånds-handikappade, eller där man gör inspelningar av faktiska övergrepp, där människor utsätts för sexuellt våld. Men från det faktum att det finns etiskt förkastlig pornografi kan man inte sluta sig till att all

¹⁴ Mattias Andersson, *Porr – en bästsäljande historia*, Prisma, 2005.

pornografi är etiskt förkastlig, eller att ett pornografiskt alster, bara för att det är just pornografiskt, skulle vara oetiskt.

En fond kan givetvis välja att generellt avstå från att placera i företag som producerar eller förmedlar pornografi, tobak, alkohol och vapen, för att slippa ägna sig åt komplicerade gränsdragningar mellan etiskt och oetiskt, och för att tillgodose rådande opinioner. Men man bör då vara medveten om att det är just dessa skäl – förenklad handläggning och anpassning till opinionen – som ligger till grund för det generella avståndstagandet, och inte etikens krav i sig. Och när det gäller anpassning till opinioner bör man vara försiktig, eftersom det inte är uppenbart att opinioners krav alltid är förenliga med ett etiskt förhållningssätt, baserat på alla aktörers rätt till frihet och välbefinnande. Man kan t.ex. tänka sig opinioner som vägleds av religiös eller etnisk intolerans och där en placeringsstrategi baserad på en vilja att gå sådana opinioner till mötes ofrånkomligen kommer att resultera i en etiskt oförsvarlig diskriminering.

Om vi däremot menar allvar med att det är just etiska överväganden som ska ligga till grund för pensionsfondernas placeringar, så måste vi ofta väga in flera faktorer som har att göra med en produkts faktiska inverkan på människors frihet och välbefinnande. När det gäller t.ex. alkohol och tobak, så måste man se till sådana omständigheter som konsumentens grad av ansvar, vilket i sin tur hänger samman med vilken grad av upplysning och information om alkohol- och tobaksbrukets risker som konsumenterna haft tillgång till, och hur tillgänglighet och reklam regleras i det omgivande samhället. Ett sådant förhållningssätt bygger direkt på aktörskapet, i så måtto att det betraktar också konsumenten som en aktör som i sitt handlande har att ta ansvar för sin frihet och sitt välbefinnande. Men det innebär också att man tar hänsyn till att konsumentens förmåga till sådant ansvarsfullt aktörskap påverkas av samhällsliga faktorer, som utbildning och tillgång till saklig information.

Det innebär konkret, att om ett företag skulle producera alkohol och tobak enbart för konsumtion i sådana länder som erbjuder såväl saklig hälsoinformation som regler för marknadsföring, där konsumenterna är välutbildade och där det finns möjlighet att begränsa konsumtionens skadliga sidoeffekter på icke-konsumenter (genom t.ex. rökförbud i offentliga miljöer), så är det inte uppenbart oetiskt att placera i ett sådant företag. (Det är inte *uppenbart* oetiskt, i betydelsen att det skulle vara helt

uteslutet, men om det finns ett placeringsmässigt likvärdigt alternativ som inte alls inbegriper produktion och försäljning av alkohol och tobak, så är det att föredra, eftersom man då helt kan undvika att medverka till skadliga utfall.)

Däremot skulle ett företag i tobaks- eller alkoholbranschen vara etiskt kontroversiellt om det i vinstsyfte utnyttjade sådana omständigheter som låg utbildningsnivå i ett visst samhälle i kombination med en bristfällig eller obefintlig hälsoinformation och frånvaro av lagstiftning om tillåten marknadsföring. Ett sådant företag visar i sitt handlande att det är mer intresserat av vinst än av ansvarstagande, och kan inte frias från misstanken att det profiterar på sina kunders okunnighet och på svagheten i det omgivande samhället – kort sagt, på kundernas brist på aktörskap och samhällets oförmåga att skydda detta aktörskap. Ett sådant företag är inte ett värdigt placeringsobjekt för fonder med anspråk på etiskt ansvarstagande.

På samma sätt bör man ha en mer komplex syn på produktion och handel med vapen. Vissa typer av vapen, som förefaller specifikt inriktade på att skada icke-stridande – man kan här tänka på de s.k. fjärlsminorna, som av barn lätt tas för leksaker – gör förvisso det framställande företaget till ett ovärdigt objekt för placeringar. Genom att i sin produktion ignorera skiljelinjen mellan skyldiga och oskyldiga, mellan stridande och icke-stridande, diskvalificerar sig företaget från det etiska ansvarstagande som är en nödvändig förutsättning för att vara ett värdigt placeringsobjekt. Men alla vapen är inte nödvändigtvis av detta slag.

I andra fall är det inte vapnet i sig, utan dess användning i en särskild konflikt eller av en speciell aktör som gör det problematiskt. Att möjliggöra ett väpnat försvar av en demokrati som upprätthåller sina medborgares rättigheter till frihet och välbefinnande är inget oetiskt. Annorlunda är det emellertid med företag som säljer vapen och utrustning avsedda för väpnade styrkor i en diktatur där medborgerliga rättigheter ignoreras, eller till en diktatur som med vapenmakt vill underkuva en demokrati, eller expandera sitt territorium på dess bekostnad. Ett sådant företag motverkar därmed respekten för de aktörsrelaterade rättigheterna till frihet och välbefinnande.

Man kan också säga att ett sådant företag gör sig skyldigt till en självmotsägelse i handling, eftersom det medverkar till att bekämpa samma rättigheter till frihet och välbefinnande som det måste göra anspråk för egen del i sin dagliga verksamhet. Utan frihet kan inte företaget utveckla och marknadsföra sina produkter, och utan

trygghet till liv och lem (välbefinnande) för dess anställda, så kan företaget inte framgångsrikt tillverka dem. Ändå är det just dessa värden som företagets verksamhet bidrar till att underminera.

Företag kan ses som kollektiv av aktörer och som sådana måste de göra anspråk på samma rättigheter till frihet och välbefinnande som andra aktörer. Men företagen är också skyldiga att respektera andra aktörers rättigheter, inklusive deras rättigheter till frihet och välbefinnande som berörs av företagens handlingar. Ett företag som väljer att tjäna pengar på att medverka till att samhällen och individer berövas frihet och välbefinnande är således ur ett aktörs-perspektiv ett ovärdigt placeringsobjekt. Men företag blir alltså inte ovärdiga placeringsobjekt bara genom att tillverka och sälja vapen, utan genom att ställa sina produkter i diktatorers, religiösa fundamentalisters, eller etnonationalistiska extremisters tjänst när dessa berövar individer och hela samhällen frihet och välbefinnande.

Ofta erbjuder verkligheten inte så enkla gränslinjer mellan värdiga och ovärdiga placeringsobjekt. Ett och samma företag kan framställa tobak för såväl välutbildade medborgare i industriländer som analfabeter i utvecklingsländer. Ett och samma företag kan leverera vapen såväl till demokratier som till diktaturer. En etisk strategi för placeringar måste ta hänsyn till hur man genom ägande i ett företag kan påverka verksamheten i ett annat företag. Omvänt måste man också vara medveten om hur bilden av ens ägande i ett företag färgas av vad som utspelas i andra verksamheter som i sin tur ägs av detta företag. Vi återkommer till frågan om hur en etisk placeringsstrategi kan se ut i sektion 3.

2.2 Etiskt problematiska placeringar som har att göra med hur något produceras

Så här långt har vi resonerat kring den etiska beskaffenheten i ett företags *produkter*: tobak, alkohol, vapen. Men även i de fall där själva produkten förefaller etiskt oproblematisk, så kan *framställningssättet* vara etiskt kontroversiellt. Om ett företag t.ex. framställer sina produkter med barnarbetskraft eller utsätter personalen för hälsorisker på arbetsplatsen, så kan detta vara tillräckligt för att göra företaget i fråga till ett ovärdigt placeringsobjekt. Vi säger att det *kan* vara tillräckligt, eftersom man också här måste kunna medge nyanser i bedömningen. Att utnyttja barn som arbetskraft är i normalfallet moraliskt förkastligt, eftersom det berövar barnen

nödvändig tid för skolgång och lek, och alltför tidigt ålägger dem alltför stort ansvar. Men man måste också fråga sig vad som är alternativet i det konkreta fallet. Är alternativet att barnen i stället driver på gatan, försörjer sig med tiggeri och småstöld, utsätts för våld, droger, och sexhandel, så är det inte uppenbart att detta är moraliskt att föredra framför lönearbete.

Sanktioner och bojkotter från västerländska importörer gentemot exportörer i utvecklingsländer som använder sig av barnarbete har visat sig vara ett trubbigt vapen. FN:s barnfond UNICEF redovisade i en rapport 1997 hur blotta oron för att bli utsatt för bojkott från amerikanska importörer fick konfektionsindustrin i Bangladesh (som exporterade 60 % av sin produktion till just USA) att omgående avskeda de barn, mestadels flickor, som arbetade där. Vissa av dessa flickor, vars öden kunde följas upp av internationella organisationer, tvingades att söka sig till mer hälsofarliga arbeten med lägre lön, eller att bli prostituerade. Ambitioner i Västvärlden att genom lagstiftning, importrestriktioner, sanktioner och bojkotter motverka den exploatering av barn som arbetskraft som förekommer i många utvecklingsländer, kan alltså, som rapporten påpekar, bli exempel på "goda motiv som leder fel". Merparten av världens barnarbetare är också oåtkomliga för sådan sanktioner, eftersom kanske endast 5 % av dem arbetar inom exportindustrin (1997).¹⁵

Barnarbete blir en etisk fråga för fondplacerare när man överväger att placera fondmedel i en verksamhet som direkt eller indirekt (genom underleverantörer) använder sig av barnarbetskraft. Givet de reservationer som framfördes i UNICEF-rapporten om det goda som det rättas möjliga fiende, så är det inte uppenbart att man ska avvisa sådana placeringar rakt av.

Om man väljer att placera fondmedel i verksamheter som direkt eller indirekt använder sig av barnarbete, så ikläder man sig emellertid ett ansvar för de barn vars arbete är en förutsättning för den utdelning man erhåller på placerade medel. Detta ansvar måste handla om att använda rollen som ägare till att se till att de berörda företagen inte bara avvecklar barnarbete, utan också ser till att barnen får en möjlighet till skolgång och en hälsosam uppväxtmiljö och på så sätt inte bara kompenseras för den tid som de utnyttjats i arbete, utan också ges en möjlighet att utveckla sitt eget aktörskap. Om man som placerare inte är beredd att axla ett sådant ansvar, så

¹⁵ UNICEF, *The State of the World's Children 1997*, Oxford University Press, 1997, s. 23–24; 21. Rapporten går också att ladda ned från <http://www.unicef.org/sowc97/report/>

bör man helt avstå från att investera i företag som direkt eller indirekt använder sig av barn som arbetskraft.

På samma sätt måste frågor om låglönearbeten och hälsofarliga arbetsplatser ges en mer komplex bedömning. I samhällen där fackliga aktiviteter är otillåtna, där mötesfriheten är obefintlig, och där arbetsgivarna kan räkna med bistånd från staten när det gäller att kväsa missnöje bland de anställda, så går det inte att utgå från att människor fritt accepterat sina arbetsvillkor. Företag vars anställda far illa och som opererar i repressiva samhällen bör betraktas som etiskt ovärdiga placeringsobjekt. Men i fall där fackföreningar är tillåtna och där det råder demokrati med fungerande mötesfrihet, föreningsfrihet, och yttrandefrihet, bör man kunna tänka sig ett mer flexibelt tillvägagångssätt. I stället för att avstå från att placera i ett i övrigt intressant företag, men som har problem med arbetsmiljön, eller vars underleverantörer har sådana problem, kan man använda en placering av fondmedel till att från en position som ägare medverka till att en förbättring av de anställdas villkor sker inom en på förhand angiven tidsrymd. Här måste den placerande fonden pröva möjligheten att använda de demokratiska mekanismer som erbjuds i det omgivande samhället till att i samråd med de anställda söka åtgärda de problem som man har identifierat.

Om man inte kan eller vill åta sig ett sådant aktörsorienterat ägaransvar, så bör man avstå från placeringen i fråga. På samma sätt bör man signalera att man drar sig ur om det visar sig att utlovade förbättringar inte genomförs. I annat fall riskerar etiken i ägaransvaret att urvattnas genom att kopplingen mellan placering och förbättrade förhållanden upphör.

Den modell för etiska överväganden i samband med placeringsbeslut som här presenterats är på en gång mer öppen och mer restriktiv än de kriterier som idag ofta används för att vägleda placeringsbeslut. Den är mer öppen i så måtto att den inte rakt av avvisar placeringar i ett företag med hänvisning till dess produktion av vissa varor, som vapen, alkohol, eller tobak. I stället fordrar modellen att vi ser till hur dessa produkter i det konkreta fallet påverkar berörda aktörers rättigheter till frihet och välbefinnande. På liknande sätt förordar modellen ett flexibelt förhållningssätt till det sätt på vilket produktionen bedrivs i ett företag. Det handlar inte bara om att avvisa barnarbete och dålig arbetsmiljö, utan också om att se till vilka möjligheter till förbättring som föreligger och som man som ägare kan förverkliga.

Modellen är mer restriktiv i så måtto att den direkt avvisar placeringar i företag som i sin produktion av varor och tjänster tjänar repressiva regimer i just utövandet av deras repression. Ett företag som säljer vapen eller annan krigsmateriel till en regim vars väpnade styrkor används till att förtrycka den egna befolkningen och därmed beröva dem frihet – och ofta nog också välbefinnande, om man tänker på sambandet mellan förekomst av svält och avsaknad av demokrati¹⁶ – är ett ovärdigt placeringsobjekt för en fond med anspråk på etiskt förhållningssätt. Samma sak gäller för ett företag som i samhällen med bristfällig lagstiftning, utbildning och hälsovårdskunskap marknadsför och säljer tobak, alkohol, och andra liknande produkter som fordrar konsumentkunskap om gränsen mellan bruk och missbruk.

3 En modell för etiska placeringar

Vare sig produkten är tobak, alkohol eller vapen så måste vi tänka oss den komplikationen att de producerande företagen inte med lätthet låter sig inordnas i de här presenterade kategorierna av etiskt acceptabel och etiskt oacceptabel produktion. Ett företag kan producera tobak för såväl välutbildade konsumenter i ett industriland som analfabeter i ett u-land. Ett företag kan sälja vapen till såväl demokratier som diktaturer. Samma sak när det gäller hur en produktion går till. Ett europeiskt företag som en fond avser att placera medel i kan vara ett föredöme när det gäller arbetsmiljö och medarbetarinflytande. Men det europeiska företaget kan också äga andelar i verksamheter i andra delar av världen där produktionen fortgår under väsentligen sämre villkor. Vad innebär ett etiskt förhållningssätt för en fondplacerare i sådana fall?

Det blir givetvis en fråga om proportioner, och man kan tänka sig olika modeller för att hantera sådana etiskt svårbedömda företag. Vi kan utifrån aktörsperspektivet formulera en kvalitativ modell som syftar till att jämföra olika placeringsalternativ utifrån vilken inverkan de har på människors innehav av frihet och välbefinnande. Vi kan här tänka oss tre olika kategorier av företag eller verksamheter.

I kategori 1 finner vi sådana företag och verksamheter som varken direkt eller indirekt (via dotterbolag, underleverantörer,

¹⁶ Detta samband har framhållits av Amartya Sen. Se hans *Development as Freedom*, Oxford University Press, 1999, s. 160–188.

osv.) motverkar personers innehav av frihet och välbefinnande. Kategori 1 utgörs alltså av *etiskt oproblematiska placeringsobjekt*.

I kategori 2 finner vi sådana företag och verksamheter som antingen direkt eller indirekt medverkar till att sänka personers nivå av frihet och välbefinnande. Det kan handla om skadlig arbetsmiljö eller framställning av produkter vars konsumtion riskerar att framkalla hälsofara. Kategori 2 utgörs av *etiskt diskutabla placeringsobjekt*. Den slutgiltiga bedömningen påverkas av ett antal överväganden. Är de skadliga effekterna tillfälliga eller strukturella? (Handlar det om enstaka fall av dålig arbetsmiljö, eller är det något som utmärker den här verksamheten i dess helhet?) Beror de skadliga effekterna på bristande hälsokunskap och konsumentkunskap? Finns det lagligt skydd för konsumenternas intressen? Är detta något som man kan räkna med kommer att förbättras under den närmaste framtiden? Kan man som placerare och ägare påverka förhållandena i gynnsam riktning? Inom vilken tidsrymd? Om placeringen äger rum i ett företag som i sig hör till kategori 1, men missförhållandena utspelas i en annan verksamhet som ägs och kontrolleras av det första företaget, kan man använda sin placering till att framtvinga förbättringar i den andra verksamheten? Om inte, kan man genom sitt ägande genomdriva att kategori 1-företaget avyttrar sitt innehav i den problematiske verksamheten? Beroende på utfallet av denna prövning blir det antingen ja eller nej till placering i kategori 2-företag.

I kategori 3 finner vi sådana företag och verksamheter som antingen direkt eller indirekt medverkar till att inte bara sänka, utan till att *upphäva* personers frihet och välbefinnande. Hit räknas företag som utrustar diktaturer med vapen och annan militär utrustning som är nödvändig för diktaturernas upprätthållande av ett förtryck, där människor nekas politiska, ekonomiska, religiösa och andra friheter, och dessutom riskerar att dödas, torteras och fängslas om de ägnar sig åt oppositionell verksamhet, även om denna är fredlig till sin natur. Kategori 3 utgörs av *etiskt förkastliga placeringsobjekt*. Sådana ska undvikas av en placerare med anspråk på etiskt förhållningssätt. Att placera i sådana företag eller i företag som äger sådana företag är att tillföra resurser till upphävandet av de mest basala delarna av mänskligt aktörskap, och det är inte moraliskt försvarbart, inte ens i ringa omfattning eller för en kortare tidsperiod.

En etisk placeringsstrategi av ovanstående slag fordrar ett betydande informationsinhämtande och en förmåga att analysera den

information man får in. Samtidigt är informationsinhämtande och informationsanalys en del av den ordinära placeringsverksamheten, fast då vanligen med inriktning på marknadsandelar, konjunktur-utveckling, förväntad utdelning, osv. Det är detta informationsinhämtande som bör ges också en etisk inriktning. Givet intresset för etiska aspekter på ägande och produktion, så kan man också räkna med en viss draghjälp från medier och enskilda opinionsbildande grupper inom t.ex. miljö- eller människorättsområdet, som kommer att publicera rapporter om hur företag och stater tar sitt etiska ansvar. Företagen själva kommer att vara angelägna att redovisa vad de gör för att tillgodose etiska krav, i hopp om att därigenom vinna såväl konsumenters som placerares förtroende.

Här kan man också peka på FN-initiativet *Principles for Responsible Investment* (PRI), till vilket i nuläget drygt 360 pensionsfonder och andra placeringsinstitutioner har anslutit sig. PRI uppmuntrar till ett aktivt investeringsansvar med avseende på miljömässiga, sociala, och ledningsrelaterade förhållanden i de tilltänkta investeringsobjekten. Detta innebär att man förordar att investerare begär in redovisningar från företag som man överväger att placera i, och att dessa redovisningar ska vara tillräckligt tydliga och detaljerade för att investerarna ska kunna ta ställning till om en placering är försvarbar. Utebliven eller bristfällig redovisning är i sig omständigheter som kan påverka placeringsbeslutet. Rapporter i t.ex. media om missförhållanden i ett företag som man investerat i kan föranleda kontakter med företaget i fråga för att klarlägga vad som hänt och vad företaget gjort för att åtgärda saken. De fonder och placeringsinstitutioner som signerat PRI har också ett utbyte av information mellan sig och underlättar på så sätt för varandra när det gäller att bygga upp underlag för investeringsbeslut.¹⁷

Informationsunderlag lär alltså inte saknas. Problemet ligger snarare i att värdera informationen utifrån hållbara och rimliga etiska kriterier. Denna studie har syftat till att erbjuda ramar och redskap för en sådan bedömning.

¹⁷ Se PRI *Report on Progress 2008*, UNEP Finance Initiative, 2008. Rapporten går också att ladda ned från http://www.unpri.org/files/2008PRI_Report_on_Progress.pdf

Förvaltning av aktieportföljer

Erik Sjöberg

Detta dokument beskriver de olika delmoment som ingår i förvaltning av aktieportföljer med särskilt fokus på internationella portföljer. Vidare beskrivs ett antal vanliga och sinsemellan mycket olika ansatser vad avser investeringsmetodik. För respektive metod diskuteras även möjligheten att infoga etiska, sociala och miljömässiga aspekter (här kallat "SRI-kriterier", Socially Responsible Investing) och vilken effekt det kan ha på förvaltningsprocessen.

En reservation: Redogörelsen bygger på "anekdotisk evidens" (dvs. undertecknads observationer av att arbeta som konsult inom kapitalförvaltning och finansiell ekonomi) och utgör därmed inte resultatet av någon systematisk undersökning av hela kapitalförvaltningsmarknaden.

Innehåll

1. Steg i utveckling av en aktiv investeringsprocess
2. Systematiska riskfaktorer
3. Olika ansatser att tillämpa SRI-kriterier
4. Exempel på investeringsansatser:
 - a. Traditionell fundamental icke-systematisk förvaltning
 - b. Traditionell fundamental analys i kombination med viss riskkontroll
 - c. Traditionell analys av systematiska faktorer ("top down")
 - d. Systematisk aktieförvaltning baserad på traditionell analys
 - e. Kvantitativ förvaltning med inriktning på aktieurval
5. Exempel på systematiska felprissättningar som förvaltare försöker utnyttja
6. Passiv förvaltning
7. Passiv förvaltning – plus: "Enhanced Indexing"
8. Institutioners strategier för aktieförvaltning
9. Slutsatser

1. Steg i utveckling av en aktiv investeringsprocess

En aktiv investeringsprocess är en förvaltning som syftar till att överträffa antingen ett marknadsindex eller alternativt en riskfri placering plus ett visst antal procent. Inriktning mot marknadsindex kallas relativavkastning, inriktning på riskfri plus kallas absolutavkastning. I båda fallen måste en kapitalförvaltare gå igenom ett antal steg för att organisera sin förvaltning, i huvudsak följande:

- På vilken del av den globala kapitalmarknaden finns det möjligheter att skapa meravkastning?
- I vilka finansiella instrument skall förvaltaren kunna investera? (=investeringsuniversum).
- Vilken jämförelsenorm (index eller absolut?) och vilket avkastningsmål?
- Investeringsfilosofi: Förvaltaren måste ha en grundläggande filosofi som förklarar varför den skall kunna överträffa sitt avkastningsmål. Det bör bygga på att den marknad där man tänker arbeta på något sätt felprissätter finansiella instrument och, inte minst, att det finns någon mekanism som på sikt bidrar till att dessa felprissättningar upphör.
- Vid aktieförvaltning:
 - Förstasortering ("screening"): hur skall förvaltaren bestämma vilka bolag som skall analyseras? När det globalt finns över 40 000 bolag att välja mellan, så behövs någon definierad metod för att bestämma vilka bolag som är intressanta att ens undersöka.
 - Analysprocess (vid traditionell fundamental analys): Definition av metod för företagsanalys. Vilka informationskällor är extra intressanta (dvs. ej redan utnyttjade av marknaden). Hur göra prognoser? Indikatorer på över-/underprissättning ("alfa-signaler").
 - Portföljkonstruktion: Hur översätta alfa-signaler till faktisk portfölj? Vilken riskprofil? Vilken placeringshorisont?
 - Riskkontroll: Vilken hänsyn till risk? Hur mäta risk? Hur anpassa risk vid olika resultat?

2 Systematiska riskfaktorer

Modern riskanalys bygger på att den totala risken i en portfölj kan brytas ner på olika riskfaktorer. Dessa utgörs normalt av s.k. systematiska riskfaktorer. Exempel på sådana är:

- Sektor
- Land/valuta
- Storlek på bolagen
- Tillväxt/värde
- Volatilitet
- Arbetskraftsintensitet
- Exportandel

Den återstående delen av risken i en aktieportfölj utgörs av den ytterligare risk som kommer av aktieurvalet (s.k. företagsspecifik risk, även kallad residualrisk). Beroende på vilken investeringsansats som väljs kommer förvaltningen att inriktas på att välja olika typer av risk i en portfölj – systematisk eller specifik. Risken i portföljen styrs ofta med moderna riskmätningssystem som t.ex. Barra, Northwind, Style Analysis eller hemmabyggda system som även innehåller portföljoptimerare.

3 Olika ansatser att tillämpa SRI-kriterier

Det finns en rad olika ansatser beträffande tillämpning av SRI-kriterier i en aktieportfölj. Några av de vanligaste är följande:

En tidig ansats som tillämpats i s.k. etiska portföljer var att utesluta hela branscher som ansågs "oetiska", t.ex. företag som tillverkade alkohol, tobak, vapen, pornografi, spel etc. Ett problem med en ansats av detta slag är att denna svartlistning av branscher ofelbart blir relativt godtycklig. Dessutom kan man möjligen ifrågasätta varför en verksamhet som godkänts av regering och riksdag som helt laglig skulle anses vara oetisk för en kapitalplacerare (särskilt om kapitalplaceraren är en statlig pensionsfond). Om därtill samma stat är en stor och lönsam aktör inom flera av dessa branscher blir inkonsistensen desto mer iögonenfallande.

En idag vanlig ansats (som kan kombineras med andra ansatser) är att utesluta bolag baserat på kritisk analys ("svartlistning") enligt fastställda kriterier. Dessa kriterier kan vad avser t.ex. sociala kriterier avse att bolagen accepterat internationella överenskommelser

om arbetsrätt (ILO) och mänskliga rättigheter (FN) m.fl.. Vad avser miljö kan det avse huruvida man har en miljöpolicy och huruvida den uppfylls. Denna typ av svartlistning har stundtals fått kritik för att den i hög utsträckning baseras på omfattande enkäter till företagen ("tick-box") med fokus på formaliteter samtidigt som mer övergripande frågor kan komma bort. I vilket fall är det fortfarande en vanligt förekommande ansats.

Ett exempel är Sjunde AP-fonden som tillämpat en ansats av detta slag. I praktiken blir det emellertid en mycket begränsad effekt på den faktiska portföljen och avkastningen jämfört med vad som skulle ha uppnåtts utan SRI-kriterierna då svartlistningen normalt endast omfattar 20–30 av bolagen i världsindex, som innehåller cirka 1 500 bolag.

En mer positivt inriktad ansats är att i varje bransch styra bolagsurvalet mot de företag som bäst uppfyller olika SRI-kriterier ("best-in-class"). Ingen bransch utesluts utan vidare (dock med ett minimikrav att branschen i sig är laglig). En del förvaltare som arbetar med denna ansats anser att tillämpningen av SRI-kriterier är en ytterligare källa till meravkastning ("alfa-faktor").

En ytterligare aspekt är i vilken utsträckning SRI-analys är integrerad med traditionella finansiella analysen. Många förvaltare köper in SRI-analys från externa konsulter, och då kan man ifrågasätta i vilken utsträckning SRI-analysen är integrerad med den finansiella analysen. Även hos förvaltare som internt har SRI-analys finns en risk att SRI-delen av organisationen inte har något större genomslag i de faktiska portföljvalen.

4 Exempel på investeringsstrategier

Det finns teoretiskt sett oändligt många sätt att förvalta en aktieportfölj. I detta dokument redovisas några vanliga ansatser som alla har relativt distinkta skillnader mellan varandra.

a. Traditionell fundamental icke-systematisk förvaltning

Att förvalta en aktieportfölj genom att välja ett mindre antal aktier utan någon nämnbar hänsyn till hur jämförelseindex ser ut eller vilka systematiska risker som kan uppstå skulle kunna gå under beteckningen "traditionell fundamental icke-systematisk förvalt-

ning”. Ofta är en sådan ansats mer att likna vid en förvaltning som syftar till positiv absolut avkastning oavsett utvecklingen för ett brett marknadsindex. Man skulle t.o.m. kunna jämföra denna typ av förvaltning med private-equity-förvaltare som har en liknande ansats även om det då handlar om onoterade bolag. Denna typ av förvaltning är särskilt vanlig avseende småbolag, där många förvaltare har en stark misstro mot de marknadsindex som förekommer.

Exempel på den svenska marknaden utgör Carnegies globalfond Worldwide, som arbetar med en mycket koncentrerad portfölj på cirka 30 aktier och en kraftig undervikt av amerikanska aktier jämfört med världsindex. Andra exempel är Odin Fonder, Lannebo och Skagen. Skagens globalfond är ett praktexempel med en visserligen väldiversifierad portfölj med ett stort antal aktier. Däremot har denna portfölj – med hela 50 procent av portföljen investerad i tillväxtmarknader – en avsevärd systematisk risk till följd av en kraftigt avvikande regionallokering jämfört med portföljens jämförelseindex MSCI World, där tillväxtmarknader inte uppgår till mer än knappt 10 procent.

Denna förvaltningsansats lämpar sig mycket väl för att väga in SRI-kriterier. Ett känt exempel är Generation Investment Management, som anser att SRI-kriterier (eller med ett annat ord SI-kriterier, ”Sustainable Investment”) är en källa till meravkastning. Ett annat exempel är den danska förvaltaren Bankinvest, som arbetar med ”stock-picking” och som har förvaltningsprodukter med SRI-profil för såväl globala aktier som tillväxtmarknadsaktier.

b. Traditionell fundamental analys i kombination med viss riskkontroll

Ett första steg från ansats a. ovan var att kapitalförvaltarna löpande började följa upp hur index såg ut, dvs. hur mycket varje bolag vägde i index. Denna information har sedan arbetats in i de interna portföljssystemen, vilket innebar att förvaltarna hela tiden gjordes medvetna om vilken position de hade (över- eller undervikt jämfört med index). Detta sätt att jämföra positioner jämfört med index ger i och för sig en viss överblick om hur den totala risken i portföljen ser ut, men är relativt primitiv jämfört med ett riktigt riskmättningsverktyg. Konsekvensen av att denna ansats börjat tillämpas hos ett stort antal förvaltare, inklusive de flesta större förvaltarna i Sverige, är att portföljförvaltarna blivit mycket med-

vetna om hur index ser ut och hela tiden utformar sina positioner i förhållande till index. Resultatet blir en mycket index-liknande förvaltning, vilket bl.a. avseende AP-fonderna ofta kritiserats i finansdepartementets årliga utvärdering.

Denna relativt osystematiska ansats lämpar sig emellertid väl för att tillämpa SRI-kriterier. Ett bra exempel i Sverige är Robur som arbetar med relativt indexnära förvaltning och som har interna SRI-analytiker som ingår i den ordinarie analysorganisationen. I detta fall kan man möjligen ifrågasätta i vilken utsträckning SRI-kriterierna är integrerade i och med att det i botten finns en "finansiellt optimal" portfölj som sedan skall justeras efter SRI-kriterier.

c. Traditionell analys av systematiska faktorer ("top down")

En traditionell analys av olika systematiska faktorer kan utformas på olika sätt. Ett sätt är att basera analysen på en traditionell makroanalys av konjunktur, räntor, priser och baserat på denna välja olika vikt för olika marknader eller sektorer. En annan variant är s.k. tematisk investering, att identifiera olika globala teman som kan påverka olika sektorer. Exempel på globala teman kan vara "stigande råvarupriser" eller "ökad lyxkonsumtion bland nyrika tillväxtmarknadsmedborgare". Fokus i denna ansats är makrotrenderna eller de tematiska trenderna, så då läggs inte särskilt stor möda ned på aktieanalysen. Denna förvaltningsansats kan även bedrivas med olika typer av indexinstrument som faktiska investeringsobjekt, t.ex. börshandlade fonder ("Exchange Traded Funds", ETF).

Exempel på temabaserad förvaltning är tidigare Unibank i Danmark (numera en del av Nordea) som arbetat med denna ansats sedan början av 1990-talet. Den mer konjunkturinriktade analysen har många paralleller med s.k. makro-baserade hedgefonder, där dock de senare normalt inte har den underliggande exponeringen mot aktiemarknaden.

Denna ansats har normalt ett begränsat intresse av de enskilda bolagen annat än som representanter för en viss sektor eller marknad. Därmed kan det vara svårt att integrera vissa former av SRI-hänsyn, speciellt om förvaltaren arbetar med rena indexinstrument. Svartlistning av ett mindre antal bolag är däremot sannolikt möjligt att implementera.

d. Systematisk aktieförvaltning baserad på traditionell analys

Bland de större internationella (särskilt amerikanska) kapitalförvaltarna har det blivit allt vanligare med traditionell fundamental analys av företagen i kombination med en ytterst systematisk och kvantitativt baserad portföljkonstruktion. I organisationer som arbetar enligt ansats b. är det relativt vanligt att man anställer unga analytiker som efter ett antal års erfarenhet går vidare och blir portföljförvaltare. Så gäller normalt inte i den här typen av organisationer. Att vara analytiker är en karriär i sig, och en analytiker skall gärna ha lång erfarenhet och t.ex. kunna diskutera med företagens chefer utan att bli bortkollrade. Att byta till att bli portföljkonstruktör är inte en naturlig karriärväg.

Analytikernas arbete är att löpande sätta betyg på bolagen som bevakas (t.ex. 1–5). Det sker sedan en systematisk uppföljning av mervärdet i varje analytikers betygsättning, där det bör vara så att ju högre betyg, desto högre avkastning, annars får man se sig om efter en annan sysselsättning. Betygen tas sedan omhand av portföljkonstruktörerna, som med fördel kan vara ingenjörer som har god hand med risk- och optimeringssystem. Betygen matas in i dessa system.

Vidare är det vanligt att man i samband med optimeringen av portföljen "läser" eventuella systematiska risker till i stort sett noll. Det skulle t.ex. kunna tänkas att analytikerna har satt i genomsnitt höga betyg på IT-aktier och låga betyg på banker. Om man inte styrde optimeringen skulle portföljen landa med stor övervikt i IT-aktier och undervikt i banker. Denna icke avsedda systematiska risk kan då elimineras genom att optimeringsverktyget "läses" vad avser, i detta fall, sektorallokering. Systemen klarar även att låsa övriga systematiska riskfaktorer (t.ex. småbolag, regionallokering eller tillväxt/värde) så att den överväldigande majoriteten av risk som finns i portföljen är s.k. residualrisk, dvs. ren och skär företagsspecifik risk.

Exempel på förvaltare som arbetar enligt denna ansats är Fidelity Institutional, Citigroup, JP Morgan Chase och RCM (amerikansk, men del av tyska Allianz).

För att väga in SRI-kriterier i en förvaltning av detta slag finns i huvudsak två alternativ: (i) svartlistning, vilket är enkelt och billigt att implementera, eller (ii) att aktieanalytikerna skall väga in SRI i betyget, vilket sannolikt – i dessa ofta mycket stora analysorganisa-

tioner – är mycket omfattande och dyrt. Att implementera en ”best-in-class”-ansats av SRI-kriterier skulle antingen kräva nyanställning av SRI-analytiker eller ”omprogrammering” och vidareutbildning av befintliga aktieanalytiker.

e. Kvantitativ förvaltning med inriktning på aktieurval

Att förvalta aktiva globala och regionala aktieportföljer med kvantitativa, datorbaserade ansatser har blivit alltmer populärt under de senaste åren. Fördelarna med denna ansats är många, t.ex.:

- Man kan undersöka väsentligt fler bolag än vad en traditionell organisation för fundamentalanalys hinner med.
- Man tvingas att tillämpa en systematik i analysen, som förhoppningsvis går att repetera period efter period i och med att den är mer systematisk.
- Kvantitativ förvaltning sker med samma typ av riskkontroll som ansats d., om inte ännu mer utvecklad.
- Många av dessa förvaltare har haft en mycket stadig överavkastning jämfört med index (dvs. en hög meravkastning i förhållande till avvikelser från index, allmänt kallat informationskvot).

De kvantitativa faktorer som används kan vara av många olika slag. En del är kopplade till fundamentala bolagsdata som vinsttillväxt, substans etc. Andra kan ha mer karaktär av teknisk analys, s.k. momentum, dvs. att en aktie som börjat röra sig fortsätter i samma riktning. Även indikatorer som bygger på s.k. behavioural finance, dvs. finansiell psykologi, kan användas som kvantitativa alfa-signaler. Vidare fungerar inte aktiemarknaden på samma sätt över tiden, så de kvantitativa strategierna behöver fortlöpande anpassas och justeras. Någon gång slutar en viss alfa-signal att fungera (=marknaden har blivit effektiv i det specifika avseendet), så plockas den bort och kan förhoppningsvis ersättas av någon ny ineffektivitet i prissättningen

En ny typ av portföljer har dykt upp de senaste 2–3 åren kallade 130/30-portföljer, ofta lanserade av de förvaltare som arbetar med kvantitativ aktieförvaltning. Enligt Barclays Global Investors, en av de största förvaltarna inom detta område, är den nämligen så att man tappas cirka 1/3 av den potentiella meravkastningen från de olika alfa-signalerna genom begränsningen att man inte får blanka

aktier i en traditionell aktieportfölj. I de nya 130/30-portföljerna är riktmärket att man kan blanka aktier upp till 30 procent av nettoförmögenheten samtidigt som man får köpa aktier upp till 130 procent. Netto bör exponeringen mot aktiemarknaden i stort i en sådan portfölj bli 100 procent men tanken är att man skall ha bättre förutsättningar att överträffa index genom att man har större möjligheter att "gå kort" även i aktier som väger relativt lite i index.

Under senare tid har en ny typ av systematisk risk dykt upp för de kvantitativa förvaltarna. I många fall arbetar hedgefonder med samma typer av aktiva positioner (i deras fall långa och korta – dvs. blankade – positioner i olika aktier). I augusti 2007 fick många hedgefonder en påringning från sina banker om att de ville ha tillbaka sina lån, vilket tvingade hedgefonderna att stänga sina positioner (sälja sina långa positioner och köpa tillbaka sina blankade positioner, "margin calls"). Resultatet blev att många "dåliga" aktier gick bra och många "bra" aktier gick dåligt, vilket ledde till mycket svaga resultat även för de kvantitativa förvaltare som förvaltade vanliga aktieportföljer. Detta är ett exempel på svagheten med riskmätningssystem: om något stort systematiskt inte har hänt under den period då man estimerar riskmönstren, så kan man inte förutse sådana händelser. Det kan bli som Tage Danielsson sade om härdsvälta i kärnkraftverk: "Det är så osannolikt att det har nog egentligen inte hänt". Det har även varit lite skakigt därefter.

De största aktörerna inom kvantitativ förvaltning är samtidigt de största inom indexförvaltning, nämligen Barclays Global Investors (BGI) och State Street Global Advisers (SSGA). Andra stora aktörer är Goldman Sachs, Axa Rosenberg och Robeco. Bland svenska förvaltare sköts såväl SEBs som Skandias globalfonder med kvantitativa metoder.

Beträffande SRI-kriterier är det möjligt att implementera på ett helt integrerat sätt. Som exempel kan nämnas SSGA, som förvaltar bl.a. en europeisk aktieportfölj kvantitativt, och där förutom de traditionella finansiella kvantitativa alfa-signalerna även läggs till ett betyg avseende SRI-kriterier från den franska konsultfirman Inno-vest. SRI-kriterierna blir därigenom en fullt integrerad alfa-faktor vid bestämningen av portföljen.

5 Exempel på systematiska felprissättningar som förvaltare försöker utnyttja

Det är möjligt att förvaltare inte berättar alla sina hemligheter även när man dyker upp som potentiell kund, men vissa slutsatser kan ändå dras om hur olika förvaltare försöker hitta alfa-signaler. Nedan följer ett antal vanliga exempel:

- Värdebolag avkastar mer än tillväxtbolag (dvs. bolag med låg förväntad tillväxt och låg värdering brukar avkasta mer än bolag med hög förväntad tillväxt och hög värdering; undandag: IT-bubblan).
- Småbolag har avkastat mer än vad man kunde förvänta enligt teorin (kanske s.k. likviditetsriskpremie).
- Prognosrevideringar ("Earnings Revisions"): när bolagen ändrar vinstprognoser kan det uppkomma möjligheter att överträffa index. Denna alfa-signal var lönsam under 1990-talet, men är enligt flera förvaltare inte längre lönsam.
- Momentum: Aktier som börja går bra fortsätter gå bra ett tag, och omvänt. Även akademiker har börjat upptäcka detta.
- "Reversal": Aktier som har gått bra ett tag (säg 1–2 år) enligt ovan går ovanligt dåligt och tvärtom.
- Aktier som plockas ut ur respektive plockas in i index: Särskilt de stora indexförvaltarna BGI och SSGA är väldigt kunniga på att försöka tjäna lite extra på byten av bolag i index.

6 Passiv förvaltning

Passiv förvaltning innebär att förvaltaren bara försöker efterlikna index, inte överträffa det. Kapitalförvaltningsbranschen är ganska unik genom att den erbjuder ett mycket kostnadseffektivt sätt att uppnå precis den genomsnittliga avkastningen i hela branschen, eller ofta – efter kostnader – en något högre avkastning än branschens genomsnitt.

I USA har indexfonder tagit en relativt stor marknadsandel, medan de i Sverige utgör en obetydlig andel. Bland större kapitalägare (t.ex. AP-fonder och livbolag) är emellertid indexering en relativt vanlig företeelse.

Vid indexering är självklart val av index en mycket viktig fråga. T.ex. omfattar det vanliga världsindexet MSCI World Developed

Markets cirka 1 500 bolag av världens totalt existerande dryga 40 000 bolag. Sett till marknadsvärdet omfattar emellertid MSCI World enligt utgångspunkten för indexet cirka 70 procent av det totala globala marknadsvärdet. Effekten av detta blir att en indexering mot detta vanliga världsindex leder till en kraftig underexponering mot mindre bolag, särskilt i tillväxtmarknader.

Avseende SRI-kriterier är det som vanligt ganska enkelt att implementera en ren svartlistning, medan en "best-in-class" är närmast omöjlig i och med att den förutsätter en väsentlig större aktiv avvikelse från index.

7 Passiv förvaltning – plus: "Enhanced Indexing"

Ett antal av de stora indexförvaltarna (inte minst BGI och SSGA, båda med förvaltat kapital kring 2 000 GUSD) är som nämnts ovan bland de största aktörerna inom den aktiva strategin e., kvantitativ baserad förvaltning. Under de senaste 5–7 åren har det uppstått ett ökat intresse bland indexeringskunder att försöka skapa ett "visst" mervärde till en mycket begränsad risk att avvika från index. Man kan betrakta Enhanced Indexing som kvantitativ förvaltning med lägre avvikelse från index (=lägre aktiv risk eller Tracking Error). Ett typiskt uppdrag av detta slag är att försöka överträffa index med en procent med en aktiv risk på lika mycket, en procent, dvs. med en informationskvot på 1. I denna typ av förvaltning skulle – i likhet med vanlig kvantitativ förvaltning – SRI-kriterier kunna implementeras.

8 Institutioners strategier för aktieförvaltning

Det är en identitet att marknadens genomsnitt = marknadens genomsnitt. Om man skall överträffa marknadens genomsnitt så bör man identifiera en marknad där det är sannolikt att det finns gott om placerare som inte uppnår marknadens genomsnitt (dvs. att hitta marknader som inte är fullt effektiva). Enligt teorin om effektiva marknader går det inte att överträffa index på en sådan marknad. Många institutioner tar detta resonemang till utgångspunkt för att bestämma var och hur man skall ta risk jämfört mot marknaden. T.ex. brukar marknaden för de stora bolagen i USA (S&P500) anses vara en av de effektivaste marknaderna i världen,

vilket stöds av att aktiva förvaltare i genomsnitt har mycket svårt att överträffa detta index. Däremot finns det andra marknader, t.ex. i Asien, där aktiva kapitalförvaltare som grupp tycks kunna överträffa index, vilket innebär att kapitalägare ofta väljer att ha mer aktiv förvaltning på dessa marknader. En naturlig fråga i sammanhanget är vilka placerare på dessa marknader som är systematiska förlorare, dvs. som i genomsnitt har lägre avkastning än index.

9 Slutsatser

Det finns en närmast oändlig mängd ansatser att förvalta aktieportföljer. I detta dokument har några typiska ansatser beskrivits. Dessutom kommenteras i vilken utsträckning SRI-kriterier kan tillgodoses givet olika förvaltningsansatser. Några slutsatser därvidlag i sammanfattning:

- Traditionell fundamental icke-systematisk lämpar sig väl för SRI-kriterier.
- Traditionell fundamental med viss riskkontroll lämpar sig väl för SRI-kriterier.
- Top-down lämpar sig mindre väl för SRI-kriterier i och med att fokus inte ligger på företagsanalys.
- Systematisk förvaltning baserad på fundamental analys lämpar sig mindre väl i och med att tillägget av SRI-kriterier sannolikt skulle vara dyr och omständlig.
- Kvantitativt baserad förvaltning lämpar sig mycket väl för SRI-kriterier.
- Indexförvaltning innebär svårigheter med framför allt ”best-in-class”-strategi för SRI.
- Enhanced Index skulle kunna implementera SRI-kriterier på samma sätt som kvantitativ förvaltning.

Capital Markets Size and Participants and Responsible Investing for Large Institutional Investors

MERCER



MARSH MERCER KROLL
GUY CARPENTER OLIVER WYMAN

Table of Contents

Introduction.....	176
1 Mapping of the global financial markets.....	176
1.1 Global wealth portfolios (GWP)	176
1.2 GWP Sources.....	178
2 Asset Classes	179
2.1 Equities	179
2.2 Debt Securities Market	182
2.3 Real Estate	183
2.4 Private Equity.....	184
2.5 Hedge Funds	185
3 Pension Assets	187
4 Size of Institutional Investors.....	188
4.1 The Hundred Largest Institutional Investors	188
4.2 Sovereign Pension Funds.....	190
5 Responsible Investments	192
5.1 Overview.....	192
5.2 Defining responsible investment (RI)	193
5.3 Regional Trends.....	193
5.3.1 Australia/New Zealand.....	193
5.3.2 Europe.....	195
5.3.3 Sweden.....	197

5.3.4	Scandinavia	198
5.3.5	United States.....	199
5.4	Collaborative industry initiatives.....	201
5.5	Asset classes	201
5.6	Responsible Investment and Performance.....	204
5.7	Looking ahead	207
6	Next steps for the AP funds.....	208

Introduction

This report was prepared by Mercer Investment Consulting at the request of the Kommittén för AP-fondernas riktlinjer om miljö och etik m.m. (The Committee). The report aims to provide the Committee with a good overview of sizes and participants in the current asset markets as well as providing insights of responsible investing for institutional investors.

The sections about sizes and participants in the asset markets cover the global aggregated asset markets, size and developments of the main asset classes for the last years, and a mapping of the largest institutional investors.

The section about responsible investments provides an overview of current situation with regard to who, where, and developments. Further the report looks at the latest finding regarding the performance of responsible investing.

1 Mapping of the global financial markets

1.1 Global wealth portfolios (GWP)

In this section we have outlined a so called Global Wealth Portfolio (GWP). It is a way of mapping the global financial markets and to give a view of their relative sizes. Constructing a GWP is complex. Among the many delicate tasks in the construction are identifying the relevant markets, limit the markets, identify fair representations of the size of each individual market. The portfolio below is our best estimate.

This is our suggestion to a Global Wealth Portfolio (GWP) as per December 31, 2007. The GWP has been defined using a bottom-up strategy, trying to identify the best estimate for each asset class. Alternatives such as absolute return strategies/hedge funds are not included in the portfolio since we do not define them as separate asset classes. They are instead to be seen as alternative investment vehicles that invest in the asset classes listed below.

The Global Wealth Portfolio 2007-12-31

Asset Class	US\$ trn	%	Source
Global Equity	33.6	27%	MSCI World mkt cap
Emerging Market Equity	4.3	3%	MSCI World mkt cap
Debt Securities	79.8	63%	Bank for International Settlements (BIS)
Bonds	67.2	84%	
Money Market	12.6	16%	
Global Property	4.8	4%	Investment Property Databank (IPD)
Private Equity	1.1*	1%	McKinsey
Infrastructure	3.0**	2%	Mercer Investment Consulting
Total	123.6	100%	

* 2006-12-31.

** 2007-03-31.

The complexity of the GWP construction is high and the numbers of definitions and interpretations are many. In order to give an example of its complex structure we include two other suggestions to the GWP in this report. It is McKinsey¹ and the New Zealand Superannuation Fund (NZSF) who has created these portfolios. And as the table shows these two have chosen very different approaches. McKinsey's estimate refers to the allocation of global financial assets by the end of 2006 and the NZSF report does the same thing for March 31, 2007.

¹ "Mapping Global Capital Markets Fourth Annual Report", January 2008.

Asset Class	McKinsey		NZSF	
	US\$ trn	%	US\$ trn	%
Global Equity	54	32	29.7	40.5
Emerging Market Equity	n/a	-	2.5	3.4
NZ Equity	n/a	-	0.1	0.1
Global Property	n/a	-	8.0*	10.9
Private Equity	n/a	-	1.3*	1.8
Infrastructure	n/a	-	3.0	4.1
Absolute Return	n/a	-	0.0	
Global Timberland	n/a	-	0.2	0.2
Commodities	n/a	-	0.0	
Securitized Private Sector Debt	43	26	11.5	15.7
Non-securitized Private Sector Debt	n/a	-	17.2	23.4
Government Debt	26	16	n/a	-
Bank Deposits	45	27	n/a	-
TOTAL	167	100	73.39	100

* As of December 31 2006.

1.2 GWP Sources

MSCI – is a leading provider of market indices to investment institutions world wide. According to MSCI their indices cover 85% of the underlying markets.² The market caps listed in the table above are adjusted for free float and recalculated to represent 100% of the market.

BIS – The Bank for International Settlements (BIS) is an international organization which fosters international monetary and financial cooperation and serves as a bank for central banks.³ BIS debt securities market definition contains domestic and international bond and notes plus money market instruments.

IPD – independent, world leader in performance analytics for owners, investors, managers and occupiers of real estate. IPD along with NCI and NCREIF estimates the total value of the 22 most mature real estate markets to be \$4.8 trillion. See chapter 2.3 to find out which these markets are.⁴

² www.mscibarra.com

³ www.bis.org

⁴ www.ipd.com

McKinsey – global management consulting firm.⁵ The estimate of the private equity landscape is taken from their report “The New Power Brokers: How Oil, Asia, Hedge Funds and Private Equity are Shaping our Capital Markets”. The Private Equity market cap includes investments in venture capital, mezzanine financing and leveraged buyout funds.

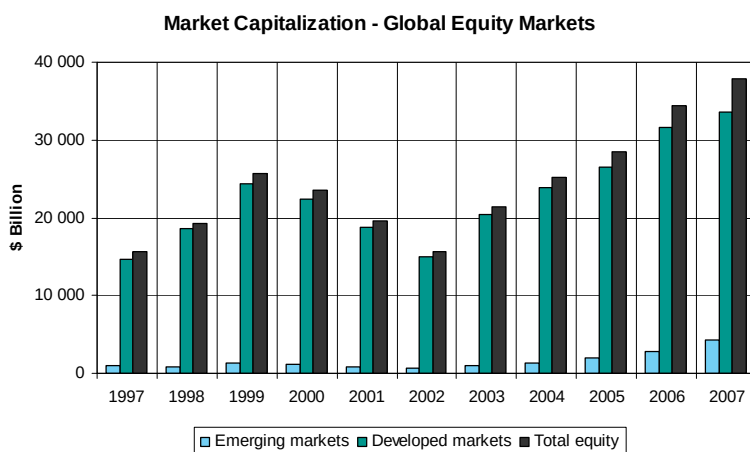
Mercer – Mercer’s Investment Consulting business has made an estimate of global infrastructure assuming the market value of listed infrastructure equals unlisted infrastructure.

2 Asset Classes

In this section we present the major asset classes included in the GWP presented in section 2. The aim is to give an indication of their size and development over the last ten years.

2.1 Equities

The market capitalization for global equity was \$37,900⁶ billion by the end of 2007. Since 2002 equity markets have seen a steady growth. Emerging markets have nearly doubled their relative share of the global equity market.

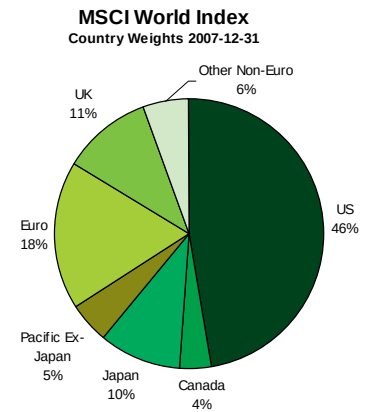
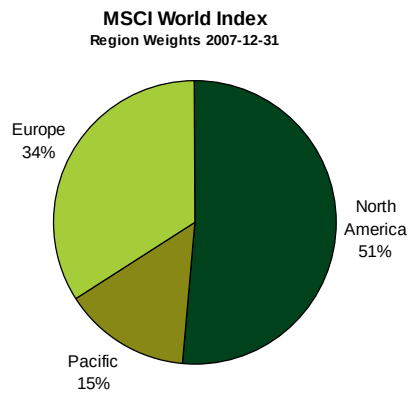


⁵ www.mckinsey.com

⁶ Market cap for MSCI World 2007-12-31 was \$28 600 bn. MSCI state they cover 85% of the market. \$28 600/85% gives our estimate of the global market cap.

MSCI World Index – membership countries (defined as developed markets)

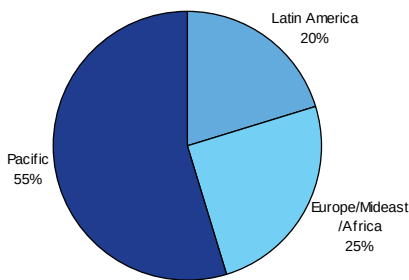
- Australia
- Austria
- Belgium
- Canada
- Denmark
- Finland
- France
- Germany
- Greece
- Hong Kong
- Ireland
- Italy
- Japan
- Netherlands
- New Zealand
- Norway
- Portugal
- Singapore
- Spain
- Sweden
- Switzerland
- United Kingdom
- United Kingdom
- USA



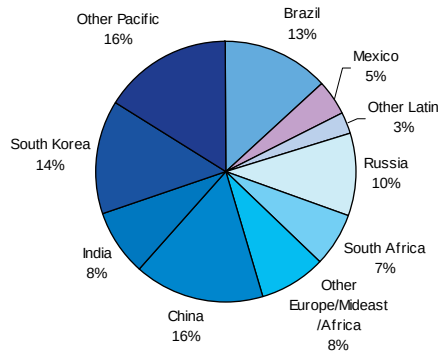
MSCI Emerging Markets – membership countries

- Argentina
- Brazil
- Chile
- China
- Colombia
- Czech Republic
- Egypt
- Hungary
- India
- Indonesia
- Israel
- Jordan
- Korea
- Malaysia
- Mexico
- Morocco
- Pakistan
- Peru
- Philippines
- Poland
- Russia
- South Africa
- Taiwan
- Thailand
- Turkey

MSCI Emerging Markets
Region Weights 2007-12-31

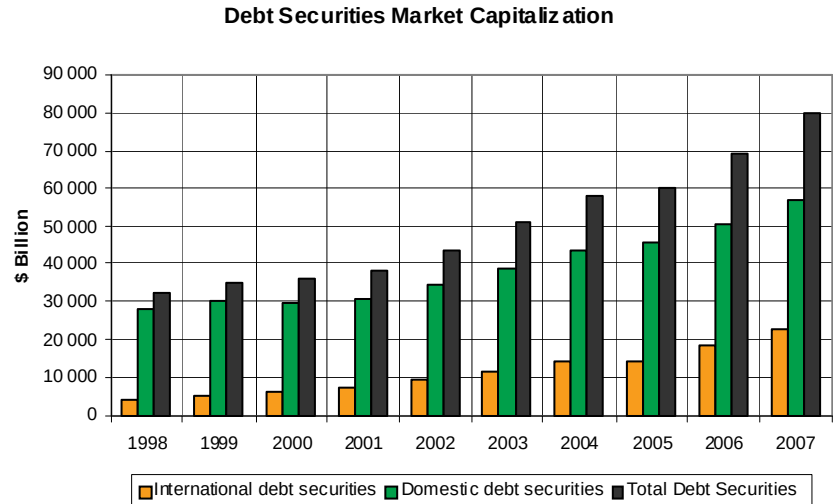


MSCI Emerging Markets
Region Weights 2007-12-31



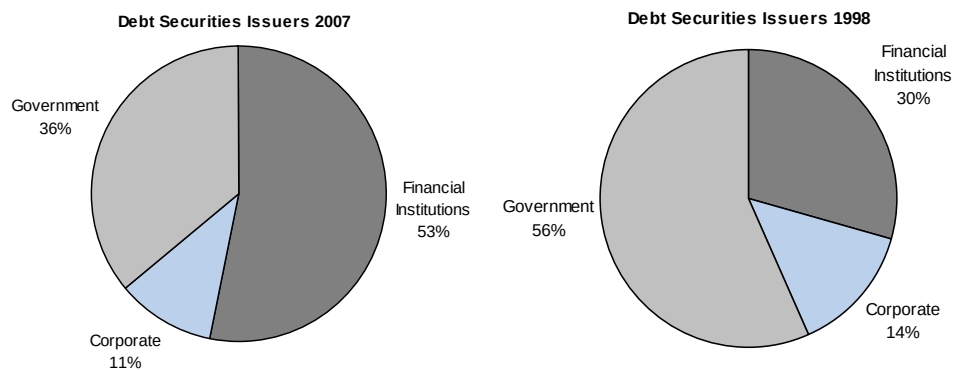
2.2 Debt Securities Market

By the end of 2007, global debt securities market totalled just under \$80 trillion according to Bank for International Settlements (BIS).



From having represented over 50% of the bond issuances in 1998, governments have fallen back to represent only 36% of the market today. In 2007 financial institutions were the most frequent issuer of bonds.

In nominal terms the government related bonds have increased from a value of \$18.2 trillion in 1998 to \$28.6 trillion in 2007. That equals a rise of almost 160%. In the mean time, financial institutions issued bonds for a value worth \$41.9 trillion in 2007. That corresponds to a growth of nearly 450% compared to the \$9.5 trillion in 1997.



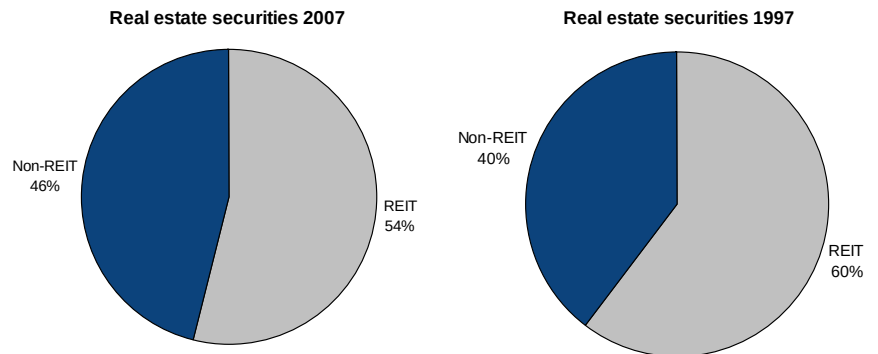
2.3 Real Estate

According to IPD the value of global real estate (22 most developed markets) was \$4.7 trillion by the end of 2007. The markets defined by IPD as the most developed are:

- Australia
- Austria
- Belgium
- Canada
- Denmark
- Finland
- France
- Germany
- Ireland
- Italy
- Japan
- Netherlands
- New Zealand
- Norway
- Portugal
- South Africa
- South Korea
- Spain
- Sweden
- Switzerland
- United Kingdom
- United States

Compared to the MSCI world equity developed market index the global real estate index adds South Africa and South Korea while Greece, Singapore and Hong Kong falls out.

Cohen and Steers⁷ presents the following numbers with regards to real estate securities.



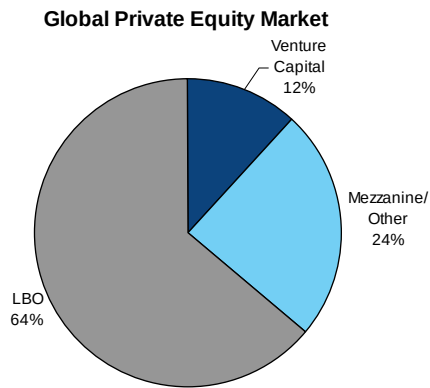
The charts show that non-REITs have seen a strong development over the last decade. These securities have grown from a market cap of \$178 billion (REIT \$272) in 1997 to \$515 billion (REIT \$599) in 2007. Total value of real estate securities market by year end 2007 was \$1,114 according to Cohen Steers and S&P/Citigroup.

2.4 Private Equity

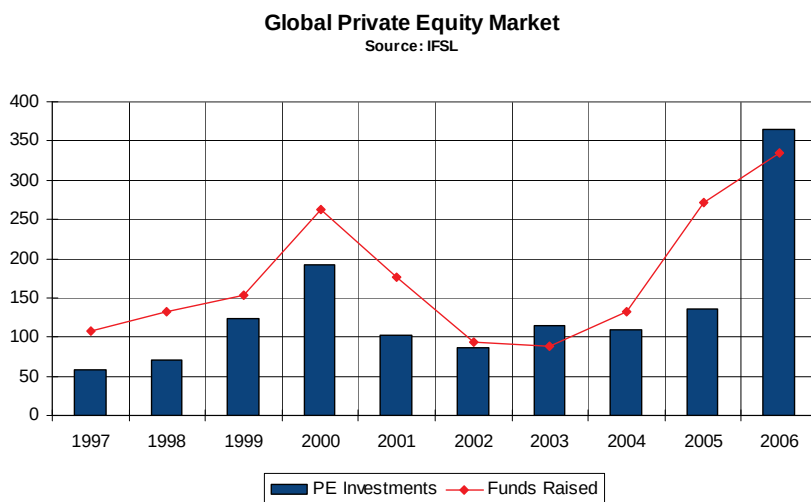
According to a McKinsey report⁸ the global private equity assets under management (AuM) is estimated to be \$1.1 trillion by year end 2006. The largest group of investments is leveraged buyout funds (LBO) followed by mezzanine and venture capital.

⁷ In cooperation with S&P/Citigroup World Property Broad Market Index.

⁸ "The New Power Brokers: How Oil, Asia, Hedge Funds and Private Equity are Shaping our Capital Markets", October 2007.



2000 and 2006 were the periods with the strongest capital inflows to private equity (see chart below). Funds raised means the money investors have committed to private equity funds in each year.



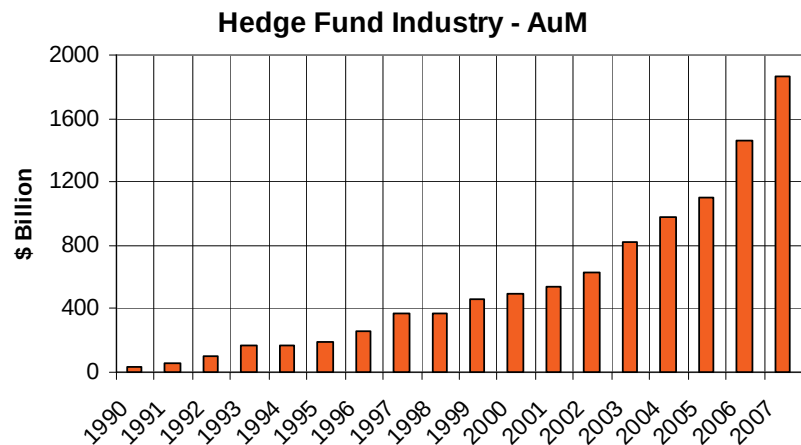
2.5 Hedge Funds

Hedge Fund Research (HFR) states the hedge fund market contained \$1.9 trillion in December 2007. Net asset flows to hedge funds continue to grow. During 2007 investors allocated 194.5 billions to the industry and that is 50% more than 2006. Since 1990

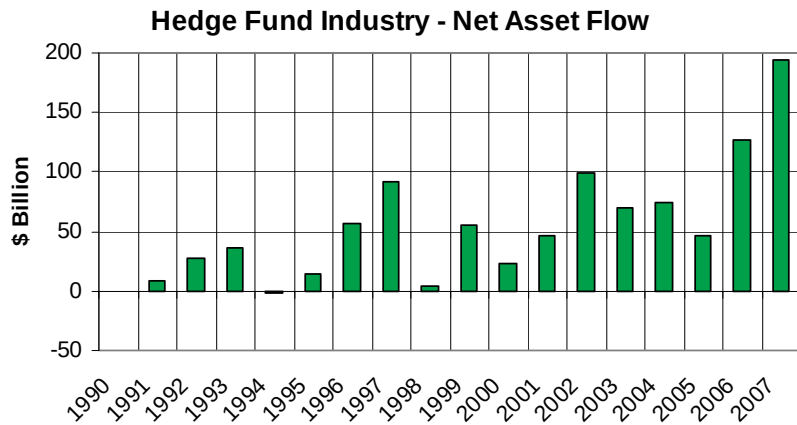
there has only been one year with negative net asset flows to hedge funds. That was in 1994 and ever since then hedge fund strategies have increased in popularity among the world's investors.

According to McKinsey⁹, the number of registered hedge funds has increased steadily over the years. The growth is 1,400% when hedge funds have exploded from around 500 in 1990 to over 7,000 in 2007.

As noted earlier, for the purpose of this report we do not consider hedge funds an individual asset class but an alternative investment vehicle. Hedge funds are in this regard to be seen as investors in the other asset classes.



⁹ "The New Power Brokers: How Oil, Asia, Hedge Funds and Private Equity are Shaping Capital Markets", October 2007



3 Pension Assets

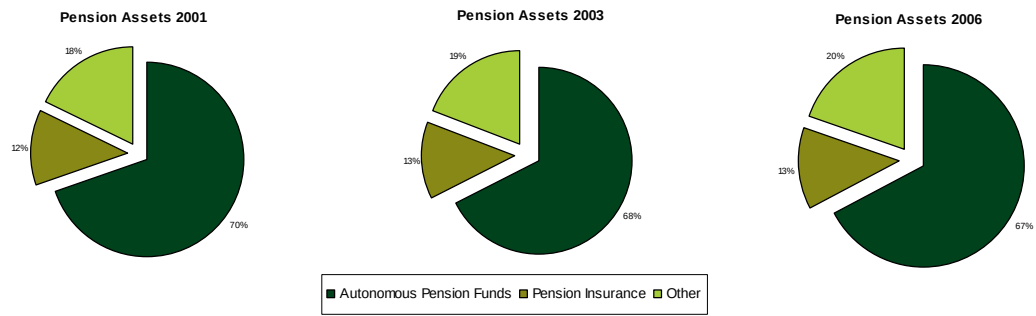
By the end of 2006 the total value of globally managed pension assets reached \$26 trillion. In the past five years the pension assets have seen a steady growth which could be explained by an expansion in funding, pension reforms and a recovery in equity markets.¹⁰

According to IFSL Research the pension capital can be divided into three different categories:

- Autonomous Pension Funds – “public pensions”
- Pension Insurance – life and insurance companies
- Book reserves and other retirement products

The first category, the autonomous pension funds, constitutes two thirds of the total global pension volume and has done so over the past six years. Pension insurance stands for one fifth of the assets. The allocation has not changed much during the 21st century.

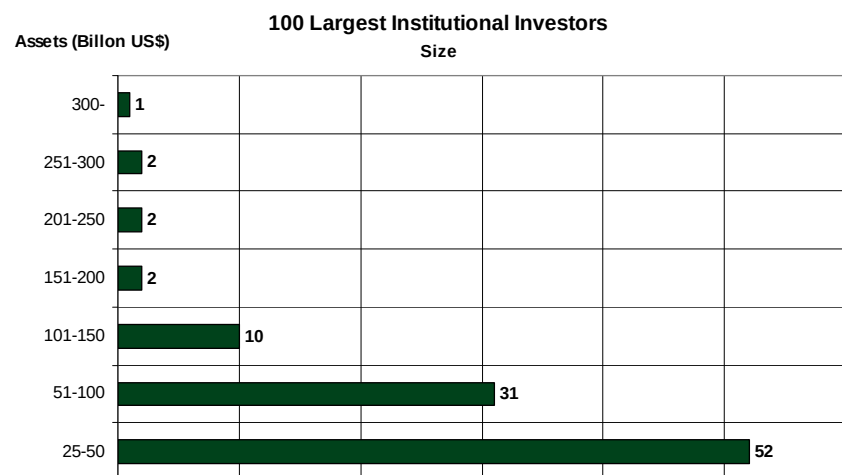
¹⁰ IFSL Research, “Pension Markets 2008”.



4 Size of Institutional Investors¹¹

4.1 The Hundred Largest Institutional Investors

The chart below presents the distribution of size amongst the 100 largest institutional investors by the end of 2006.



¹¹ If not mentioned otherwise, all statistics in this section comes from Watson Wyatt Worldwide, "The world's 300 largest pension funds – year end 2006". The graphs and tables are reconstructions of information in that report.

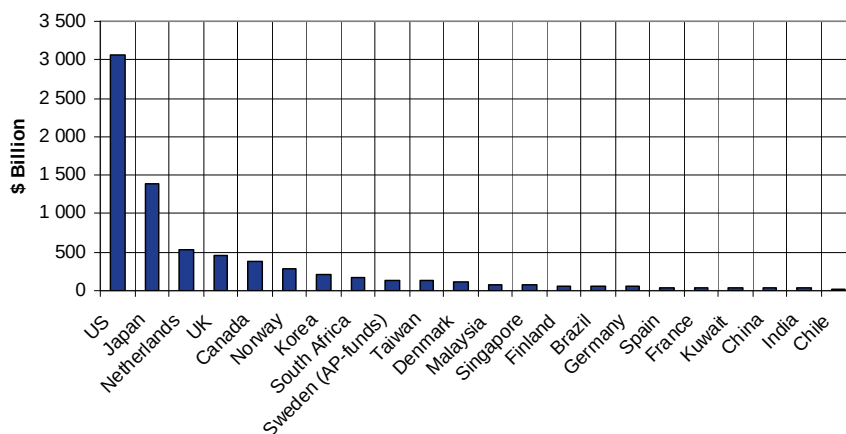
AP-funds 1-4 qualify within the top 100 with assets around \$30 billion each. In the table below you can see the exact placement of all the AP-funds.

Fund	Assets (\$billion)	Rank
AP1	30.0	85
AP2	31.2	81
AP3	31.1	82
AP4	29.2	91
AP6	2.5	-
AP7	11.8	227
TOTAL	135.7	11

With aggregated assets the AP-funds would climb significantly in the ranking and place as the 11th largest institutional investor. Two other Swedish institutions are included in the Watson Wyatt report referred to earlier; Alecta (36) and AMF pension (59). These two are not included in the Sweden AuM in the chart below.

100 Largest Institutional Funds Aggregated by Country

The AP-funds compared to other countries

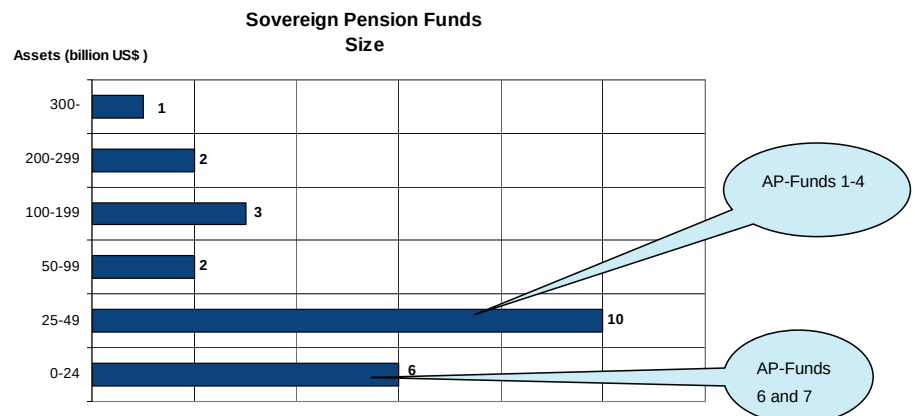


US investors have AuM which totals \$3,070 billion. That makes the United States the largest institutional investor without competition. But if you put the assets in relation to the number of investors, the US is beaten by both Japan and the Netherlands.

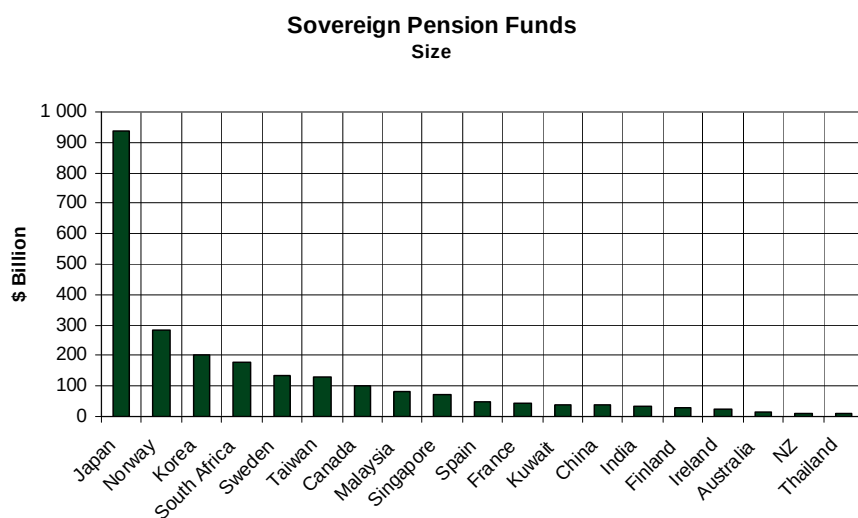
Country	No of Investors	Assets (\$bn)/ investor
United States	46	67
United Kingdom	11	42
Japan	7	197
Canada	6	62
The Netherlands	6	88
Sweden	6	23
Denmark	2	55
Finland	2	32
Brazil, Chile, China, France, Germany, India, Korea, Kuwait, Malaysia, Norway, Singapore, South Africa, Spain, Taiwan	1	-

4.2 Sovereign Pension Funds

Watson Wyatt lists 23 sovereign pension funds (SPF). We have included AP 6 in the report as well. The bigger part of the funds has a volume between \$25–49 billion. This is also the range where we find AP-funds 1–4.



It is worth noting that Sweden is the only country with more than one SPF. In the chart below all AP-fund's assets are added together to make a more fair comparison to the other countries.



Japan manages the largest SPF. Government Pension Investment's assets amounted to \$937 billion by the end of 2006. The table below lists the ten largest SPF's.

Ten Largest Sovereign Pension Funds

Fund	Country	Assets (\$ bn)
Government Pension Investment	Japan	935.6
Government Pension	Norway	285.6
National Pension	Korea	203.2
GEPIF	South Africa	177.6
Postal Savings Fund	Taiwan	128.2
Canada Pension	Canada	100.7
Employees Provident Fund	Malaysia	82.3
Central Provident Fund	Singapore	70.5
Fondo de Reserva Seguridad	Spain	47.2
FRR	France	41.3

In the last few years we have seen the emergence of some very large sovereign wealth funds. When these funds have not been dedicated to manage pension assets they have been left out of this report. For many of the sovereign wealth funds it is difficult to get clear evidence of their assets under management.

5 Responsible Investments

5.1 Overview

An increase in total responsible investment (RI) assets under management (AUM) is evident in all the key markets including Europe, the US, Canada, Australia and New Zealand. In Europe, RI investing is estimated to represent 17.6%¹² of all funds under management with the two most active investor communities being those of the UK and the Netherlands. Institutional investors continue to lead the way on responsible investment.

One of the key themes emerging in the public conscience and among institutional investors is climate change. An increasing number of asset owners are examining how they might better address the risks and investment opportunities across their asset classes and investment horizon. Social criteria are also emerging as an area of concern and most investors globally remain focused on corporate governance issues, especially but not exclusively executive compensation.

Public equity investments remain the key focus for ESG integration however other asset classes – including alternatives – are increasingly considered valid subjects for ESG review, though using approaches and tools that are tailored to the asset class in question.

Much of the work on responsible investment continues to be coordinated globally through and encouraged by collaborative initiatives. For the most part, these initiatives are growing in terms of assets under management, number of signatories, and volume of interaction and joint actions.

¹² Eurosif (2008) "European SRI study 2008." Data as at 31/12/2007.
http://www.eurosif.org/publications/sri_studies

5.2 Defining responsible investment (RI)

“Responsible investment” is a growing and changing field. Broadly defined, it incorporates an active consideration of environmental, social, and corporate governance (ESG) factors within investment decision making and ownership. This is driven by growing recognition among investors that responsible corporate behaviour with respect to ESG issues can have a positive influence on the financial performance of companies, particularly over the long term.

Unlike “ethical” or “socially responsible” investors, responsible investment describes investors who address ESG factors not on ethical grounds, but because they believe these factors can affect the performance of underlying investments. They therefore include these factors into the investment process as an element of prudent risk management.

5.3 Regional Trends

Throughout this section, we present data on the RI market in a common format. We distinguish between *core* and *broad* RI – the former includes ethical exclusions, positive screening and a combination of ethical exclusion and positive screening – while the latter includes simple screening, including norms-based screening, engagement and integration¹³. This typology is used by most national social investment industry groups.

5.3.1 Australia/New Zealand

Strong returns, new inflows into existing products, and the addition of pension funds integrating ESG analysis drove substantial growth in the RI market in 2007. A large part of the growth in the region is due to integration of ESG issues by mainstream institutional investors, most notably in 2007 a change in course for the AU\$13.3 billion New Zealand Superannuation Fund.¹⁴

¹³ For a more detailed explanation to these segments, please see Eurosif (2008) “European SRI study 2008.” Data as at 31/12/2007. http://www.eurosif.org/publications/sri_studies

¹⁴ Superannuation is a synonym for pension, used in the UK and Australia/New Zealand.

All three fund categories tracked by the Responsible Investment Association Australasia (RIAA) – Australian, Foreign, and Balanced Growth funds – outperformed passive benchmarks and the average mainstream fund over one, three, and five years (to June 2007).

Australia¹⁵		
Size of SRI market as at 30/06/07	Core SRI: AU\$19.4 billion	Broad SRI: AU\$52.8 billion
Key SRI investors	Core SRI: Managed portfolios, community finance, charitable trusts, environmentally themed investors	Broad SRI: Superannuation Funds, etc.
Main SRI practice	Corporate Engagement and ESG Integration (according to RIAA).	
RI Investments	Australian large cap equities are most often conducted with an RI element.	
Active Ownership	No specific shareholder resolutions that related to an issue of environmental or social responsibility in Australia in 2007.	
ESG Issues	Climate change is the over-riding issue.	
Legislative drivers & regulatory changes	Financial Services Reform Act 2001 – All investment funds (incl. Super Funds) are required by law to disclose to what extent ESG factors are taken into consideration in the selection, retention or realisation of an investment. Ethical funds are required to set out their criteria for what is and what is not an “ethical” investment.	
Actions of leading asset owners	AMP Capital Investors and BT Financial Group, provide a public report on their active ownership practices. VicSuper also leads the way in terms of RI implementation and disclosure. Three of the four largest fund managers in Australia and New Zealand have signed up to the UN PRI: BT Financial Group, AMP Capital Investors and Colonial First State Global Asset Management.	

¹⁵ The information in this table is from the following reference unless otherwise noted: *Responsible Investment Association Australasia (RIAA) and Association for Sustainable & Responsible Investment in Asia (ASrIA)*
<http://www.eia.org.au/files/78RUBP9VVA/RIAA%20Benchmark%20Report%202007%20FINAL.pdf>

5.3.2 Europe

Europe continues to be the leading region for RI strategies and, as Eurosif reports, some strategies will soon be considered accepted mainstream investment practice in several member nations. In recent years, the greatest growth has been in the area of engagement and integration strategies, compared to screening strategies. The key targets for engagement strategies remain climate change and carbon disclosure.

Screening is most prevalent in the Netherlands with €436 billion managed using ethical exclusions, best-in class and simple screening. Screens targeting the trade in armaments represent over half of all screening in Europe.

Adjusting for overall growth in European markets between 2005 and 2007, Eurosif reports an 85.5% real market growth rate for the total SRI market over the two year period. Composition of the European SRI market as at 31/12/07 was 94% institutional assets and 6% retail. This composition breakdown remained the same as 2005, although the 2007 figures take into account the Nordic SRI market (not including Iceland) which was not included in the previous Eurosif report.

Europe¹⁶		
Size of SRI market	Core SRI: €512 billion	Broad SRI: €2.154 billion
Key SRI investors	Institutional Investors, largely pension funds.	
Main SRI practice	Engagement and ESG integration.	
RI Investments	Emphasis remains on public equities (50% of total AUM). SRI bonds increased and now represent 39% of total SRI AUM.	
Active Ownership	• UK investors are ahead of their peers with regards to engagement activities. • Engagement is practiced almost equally at both domestic and international level. • Direct private engagement is the most common method adopted.	
ESG Issues	Climate change is the over-riding issue.	
Legislative drivers & regulatory changes	• National SRI regulations in place in the UK, France, Germany, Sweden, Belgium, Norway, Austria and Italy. • Soft legislation or ethical guidelines (the Netherlands and Switzerland). • European Parliament is currently in discussions regarding the possible introduction of mandatory transparency laws.	
Actions of leading asset owners	• The Environment Agency recently terminated two mandates, which is stated was partly due to the fact that the managers were not signatories to the PRI. • ABP has extended its commitment to microfinance investing by allocating an extra \$75m (€50m) to Swiss asset manager BlueOrchard. • PGGM the Dutch pension fund, issued what is believed to be the first large emerging markets equity mandate to explicitly place environmental, social and corporate governance (ESG) factors at the heart of the investment process.	

¹⁶ The information in this table is from the following reference unless otherwise noted: Eurosif (2008) "European SRI study 2008." Data as at 31/12/2007.
http://www.eurosif.org/publications/sri_studies

5.3.3 Sweden

The SRI market in Sweden continues to be driven by large institutional investors, namely pension funds. This is partly due to a government directive from 2001 stating that pension funds must consider ethical and environmental aspects “without giving up their priority goal of a high return on investment”. There has been an increasing number of smaller pension funds selecting investment funds with SRI characteristics.

The main SRI method adopted by Swedish companies is negative screening; with approximately 80% of SRI assets being managed using ethical exclusions or simple screens. The visibility of the Swedish Government within the SRI space is likely to continue influencing the integration of ESG factors by investors within Sweden.

Sweden ¹⁷		
Size of SRI market	Core SRI: €56.8 billion	Broad SRI: €134.3 billion
Key SRI investors	Institutional Investors, mainly pension funds.	
Main SRI practice	Negative screening.	
RI Investments	Market is dominated by investments in equities, namely domestic equities.	
Active Ownership	Engagement is growing, primarily practiced amongst large organisations.	
ESG Issues	Climate change is the over-riding issue.	
Legislative drivers & regulatory changes	- National SRI regulations require pension funds to consider ethical and environmental aspects “without giving up their priority goal of a high return on investment”. - Swedish Parliament appointed a committee to evaluate the implementation of ethical and environmental criteria in the investment process of the AP-funds.	

¹⁷ The information in this table is from the following reference unless otherwise noted: Eurosif (2008) “European SRI study 2008.” Data as at 31/12/2007.
http://www.eurosif.org/publications/sri_studies

Actions of leading asset owners	• The AP national pension buffer funds (AP1, AP2, AP3 and AP4) have disinvested from nine companies that are involved in the sale of cluster bombs. • Svenska Kyrkans Pensionskassa, the Swedish Church Pension Fund, has allocated €26.3m in new global equities to Sustainable Asset Management (SAM) and increased its investments with Swedish ethical manager Ethos Sverige. • The Swedish AP7 fund recently announced that it will invest more than €300 million over the next 3 years via two or more clean tech private equity fund-of-funds¹⁸.
--	--

5.3.4 Scandinavia

The Scandinavian region represents a large section of the SRI market within Europe. For the purpose of this report, Scandinavia as a region includes Finland, Denmark and Norway. The main driver in the region is demand from institutional investors who continue to be influenced by the Norwegian Government's adoption of SRI practices. In Norway, engagement is the most commonly applied method, with €151 billion SRI AUM using this approach.

SRI is steadily gaining momentum in the Danish and Finnish markets after initially making slow progress. Denmark's growth can be linked to the integration of ESG factors into fixed income asset classes, namely bonds, whilst Finland's lack of an institutional leader in the SRI space had hindered earlier uptake in the country. In Denmark and Finland SRI is mainly practiced through ethical exclusions and negative screening.

¹⁸ Source: UK Social Investment Forum Responsible and Sustainable Investment Update, issue number 6, published spring 2008.
http://www.uksif.org/pension-funds/sustainable_pensions/newsletter/spring_2008

Scandinavia¹⁹		
Size of SRI market	Core SRI: €229.6 billion	Broad SRI: €161.1 billion
Key SRI investors	Institutional Investors, Norway also has a considerable SRI retail sector.	
Main SRI practice	Norms-based screening and ethical exclusions are most commonly applied in Denmark and Finland. The main approach in Norway is engagement (€150.8 billion).	
RI Investments	The majority of SRI investments are in equities and bonds..	
Active Ownership	- Engagement is the most widely applied strategy in Norway's broad SRI market. Engagement occurs at a much lesser extent in Denmark and Finland although this is growing. - Most common method is direct engagement.	
ESG Issues	Focus is on climate change.	
Legislative drivers & regulatory changes	- The Norwegian Government is currently reviewing its ethical guidelines for the government pension fund which were approved in 2004. The guidelines require the fund to carry out negative screening of companies producing certain categories of weapons (such as biological weapons and cluster bombs). - While there is a lack of strict regulations, public pressure plays an important role in influencing change in the Scandinavian region.	
Actions of leading asset owners	- Collaboration of largest Norwegian companies to form the Sustainable Value Creation, an initiative developed to influence Norwegian companies to incorporate long-term investment views. - Danica pension, the pension fund for Danske Bank, has adopted a new ethical investment policy which will be published in the third quarter.	

5.3.5 United States

Assets in all types of socially and environmentally screened funds – including mutual funds and exchange-traded funds (ETFs) – rose to \$201.8 billion in 260 funds in 2007, a 13 percent increase over the \$179.0 billion in the 201 tracked in 2005. Eight socially and environmentally screened exchange-traded funds (ETFs) with \$2.25 billion in total net assets were available through the end of

¹⁹ The information in this table is from the following reference unless otherwise noted: Eurosif (2008) "European SRI study 2008." Data as at 31/12/2007. http://www.eurosif.org/publications/sri_studies

2006 – the first time SRI-focused ETFs have been a factor in a Social Investment Forum Trends report.

At more than \$1.9 trillion in assets, socially screened separate accounts managed for institutional investors and high net worth individual clients constituted the bulk of SRI assets tracked in 2007, up 28 percent from \$1.5 trillion in 2005. Institutional investors have also used the stock they hold to increasingly participate in shareholder resolutions.

United States ²⁰	
Size of SRI market	\$2.71 trillion ²¹
Key SRI investors	High net worth individuals and other retail investors, defined contribution retirement plans, public and faith-based pension funds.
Main SRI practice	Screening, advocacy, community investing.
RI Investments	Primarily domestic large-cap equity but expanding into other asset classes; real estate, hedge funds, etc.
Active Ownership	Shareholder resolutions more popular than in others regions. The average level of shareholder support for resolutions on social and environmental issues increased 57 percent from 9.8 percent in 2005 to 15.4 percent in 2007, a record high.
ESG Issues	Climate change is the over-riding public issue. However, executive compensation controversies continue to generate more shareholder actions.
Legislative drivers & regulatory changes	US government passed the <i>Sarbanes- Oxley Act</i> (2002), including new requirements that should serve to significantly enhance corporate governance. 2003 requirement by the SEC that mutual funds disclose their proxy voting policies and actions. ²² Some state laws on renewable energy standards or other environmental regulations, and forthcoming carbon legislation.

²⁰ The information in this table is from the following reference unless otherwise noted: Social Investment Forum. 2007 Report on Socially Responsible Investing Trends in the United States. March 5, 2008,

http://www.socialinvest.org/pdf/SRI_Trends_ExecSummary_2007.pdf

²¹ The US SIF does not give a breakdown between core and broad SRI categories.

²² As of 31 August 2004, mutual funds and registered investment advisors must disclose both their proxy voting policies and how votes are cast.

Actions of leading asset owners	California Teacher's and Los Angeles made allocations to governance/activist funds which seek to improve financial performance through active engagement strategies.²³ Leading US & European institutional investors, with over \$1.75 trillion AUM, have signed a climate change action plan to increase pressure for environmental disclosures by companies as well as greater direct investment in energy efficiency and cleantech.²⁴
--	--

5.4 Collaborative industry initiatives

*Principles for Responsible Investment (PRI)*²⁵

The PRI is an investor-led initiative which was launched in partnership with UNEP Finance Initiative and the UN Global Compact. As of June 2008, the signatories included 135 asset owners, 168 investment managers, and 75 service providers with over US\$13 trillion in assets under management.

*Carbon Disclosure Project (CDP)*²⁶

The CDP is an independent not-for-profit organisation aiming to create a lasting relationship between shareholders and corporations regarding the implications for shareholder value and commercial operations presented by climate change. As of June 2008, there were 385 CDP signatories with AUM of \$57 trillion.

5.5 Asset classes

Public equities have traditionally been the focus for the SRI community and 2007 saw the continuing growth of new products targeting this asset class. The Responsible Investor 2007 survey²⁷ of 84 institutional asset owners, managing over \$1.5 trillion in assets,

²³ Global Proxy Watch, February 1, 2008.

²⁴ Website: www.ceres.org

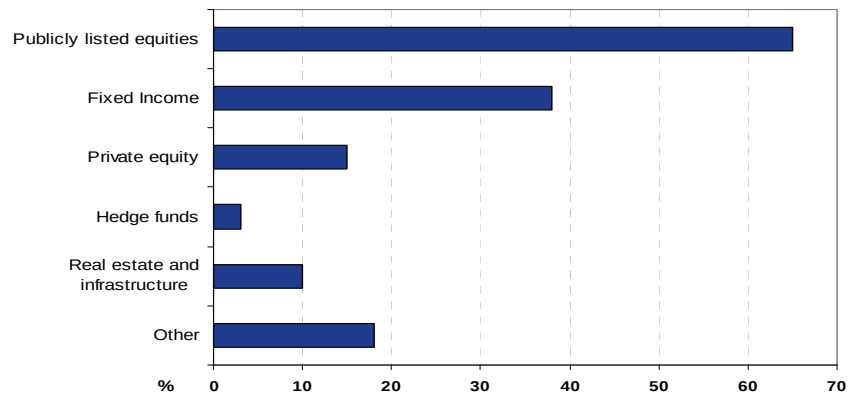
²⁵ Website: www.unpri.org

²⁶ Website: www.cdproject.net

²⁷ Responsible Investor (2008) *RI Landscape 2008: Asset Owners*. Retrieved from http://www.responsible-investor.com/reports/reports_page/ri_landscape_2008_asset_owners/

found that public equities continue to be the most important asset class for RI investments.

Figure 1 Percentage of AUM invested using responsible investment criteria allocated to different asset classes²⁸



However, as more investors become interested in and committed to ESG integration, more attention is being paid to other asset classes. We see the development of responsible investment strategies for other asset classes, including alternatives, as an important trend for 2008 and beyond.

A number of introductory studies examining the application of RI to diverse asset class have been published. Of particular note, the *Handbook on Responsible Investment across Asset Classes*, published by the Institute for Responsible Investment in 2007, is an excellent resource regarding the broader application of responsible investment.²⁹

Fixed Income: Systematic consideration of ESG issues with regards to risk and opportunity within fixed income portfolios is still relatively uncommon though there are a number of products available. Fixed income investment vehicles that employ a traditional SRI screening approach are more common, but still

²⁸ Responsible Investor (2008) *RI Landscape 2008: Asset Owners*. Retrieved from http://www.responsible-investor.com/reports/reports_page/ri_landscape_2008_asset_owners/

²⁹ Institute for Responsible Investment. (2007). *Handbook on Responsible Investment across Asset Classes*. Retrieved from <http://www.bcccc.net/index.cfm?fuseaction=page.viewPage&PageID=1869>

form a very small part of the fixed income market. In February 2007, JPMorgan and Innovest Strategic Value Advisors launched the JPMorgan Environmental Index – Carbon Beta. The high grade US corporate bond index is based on the JPMorgan US Liquid Index and is tilted in favour of companies that have relatively lower risk due to climate change.

Public Equities: Public equities are expected to remain the most important asset class in the RI space in the foreseeable future. The last years has seen an increasing interest in emerging market equities. For example, Mercer has worked with the large Dutch pension fund, PGGM, in this area. Focusing on emerging markets, we developed a framework to combine our assessment of manager integration of ESG with Mercer's traditional manager research process. The ESG assessment was conducted after the short-list of managers was determined.³⁰

Private Equity: The Cleantech Group tracks private cleantech investments around the world. For 2007, they counted US\$5.18 billion in North America and Europe, up from \$3.6 billion in 2006 and \$2.5 billion in 2005.³¹ The top five categories by financing activity in 2007 were energy generation, energy storage, transportation, energy efficiency, and recycling and waste. Nicholas Parker, the Chairman and co-founder of the Cleantech Group is based in Toronto.

Real Estate/Property: Energy conservation strategies have become an accepted focus for most if not all property developers, tied in no small part to projected and actual increases in energy prices. There are, however, other ESG-related considerations that are gaining a higher profile. Examples include concerns about labour standards, environmental remediation, and the fit between development projects and broad urban planning trends.

Hedge Funds: 2007 saw the launch of some environmentally themed funds, but the consideration of ESG factors by most hedge fund managers is likely limited. Notable exceptions included Perrella Weinberg's Oasis Fund, launched in June. The Oasis Fund focuses on water and clean technology with long/short strategies

³⁰ Mercer. (2007). *Mercer conducts search for world's first major ESG-driven emerging markets mandate*. Retrieved from

<http://www.mercer.com/pressrelease/details.jhtml/dynamic/idContent/1285435>

³¹ Cleantech Group. (2008). *Cleantech investments reach new apex*. Retrieved from

http://cleantechnetwork.com/documents/CleantechGroup_PressRelease_20080117.pdf

and private equity placements. Similarly, Kenmar Securities, Inc. has launched their Global Eco Fund of Funds targeting commodities, energy and water.

Infrastructure: Because infrastructure investments are often so large and involve multi-year if not multi-generational contracts, the potential for public scrutiny can be a material consideration. An interesting example from 2007 was the purchase of Texas power company TXU Corp. by Kohlberg Kravis Roberts & Co. and TPG Capital. Facing concerns about regulatory approval and openly expressed opposition from environmental groups, the consortium agreed to reduce the number of coal-fired plants it would build and to invest instead in energy efficiency and renewable energy.

5.6 Responsible Investment and Performance

Academic research on responsible investment, socially-responsible investment, and ethical investing continues apace. Mercer monitors academic literature, focusing where possible on highly-cited peer-reviewed publications.

In conjunction with the Asset Management Working Group of the United Nations Environment Program Finance Initiative (UNEP FI), Mercer researched and wrote a report, *Demystifying Responsible Investment*, released in October 2007.³² The report examined 20 academic studies and ten broker studies that studied responsible investment using various research methods and concentrating on diverse regions and approaches.

³² The report can be found online at www.mercer.com/ri under “Publications” or from the UNEP FI website: www.unepfi.org

The overall findings from the majority of the research include:

- It is a *misconception* to assume that responsible investment *leads to financial underperformance*
- Various factors such as manager skill, investment style and time period are integral
- Evidence suggests that there appears to be *no performance penalty* from taking ESG factors into account in the investment management process (10 studies are positive, 7 neutral and 3 negative)
- As a financial discipline, responsible investment can be *successfully implemented in virtually any investment style*
- Genuine ESG analysis needs to be distinguished from simple automatic exclusions
- Systematic translation of ESG factors into quantitative inputs and financial ratios still needs to be developed in broker research

Other articles of interest from 2007 and early 2008 include the following research on corporate governance issues:

- Pornsit Jiraporn and Kimberly Gleason demonstrate a link between shareholder rights and capital structure. Firms covered by the study showed higher levels of leverage where rights were more restricted than other firms.³³
- Jiraporn and Yixin Liu study the impact of staggered board elections on leverage. Again, firms with a staggered board show lower levels of leverage than firms in which all directors are elected at the same meeting. The same results were found in regulated as well as industrial firms. The difference between the two board structures, with regards to leverage, seems to disappear after the passage of Sarbanes-Oxley. The authors posit this relationship exists, at least in part, because staggered boards tend to protect inefficient management.³⁴

³³ "Capital structure, shareholder rights, and corporate governance," *Journal of Financial Research*, Volume 30, Number 1.

³⁴ "Capital structure, staggered boards, and firm value," *Financial Analysts Journal*, Vol. 64, No. 1.

- Denise Dickens and Robert Houmes find that higher executive compensation levels, vis-à-vis the firm's peers, does not lead to better performance than the rest of the peer group.³⁵
- The Association of British Insurers recently completed a study, *Governance and Performance in Corporate Britain* (February 2008), which found that companies with the best corporate governance records have produced returns 18% higher than those with poor governance records. This was based on a survey of 654 UK FTSE-listed companies from 2003 to 2007. Causality was also tested and the Association reports that governance drives performance, rather than the reverse.³⁶

Other articles of interest, addressing social, environmental, and related issues, include:

- Holden Partners, based in the UK, published a report on SRI and ethical funds that argues that these funds have little positive impact on the struggle to confront climate change. In fact, many of them have significant positions in corporations that are considered, by many environmentalists, to be obstacles to climate change reforms. By contrast, there are an increasing number of targeted funds that invest in nothing but clean technologies.³⁷
- Alex Edmans argues that there is positive relationship between employee satisfaction and long-run stock performance. Using backtesting, Edmans created a portfolio based solely on *Fortune* magazine's, "Best Companies to Work for in America". The portfolio was rebalanced annually. The results from 1998 to 2005 showed a return double that of the market and outperformance against industry- and characteristic-matched benchmarks.³⁸
- In a major nod to industry trends, the *Economist* published a long survey of corporate CSR practices in its January 19th 2008 edition. The survey presented a positive view of the relationship

³⁵ "Executive compensation: Much ado about nothing?" *Financial Analysts Journal*, Vol. 63, No. 3.

³⁶ Available online at http://www.abi.org.uk/BookShop/ResearchReports/Research_Feb_08.pdf

³⁷ From firm website: <http://www.holden-partners.co.uk>

³⁸ "Does the Stock Market Fully Value Intangibles? Employee Satisfaction and Equity Prices" by Alex Edmans of Wharton, 2007 Moskowitz Prize Winner, see: <http://www.socialinvest.org/resources/research/documents/Moskowitz2007Paper.pdf>

between CSR and corporate results – although recognizing many of the problems involved in assessing and implementing CSR. The magazine also noted and rejected its earlier editorial criticism of CSR noting, in addition to financial results, peer pressure is such that few corporations can afford to ignore how they are perceived by social critics.³⁹

- A survey article by Iain Davies on the development of the “fair-trade” industry focuses on how the industry has changed over time and the role of mass-marketing in this transition. The phases identified respond to changing approaches to consumer demand and include the solidarity era, niche-market era, and mass market era, followed by the institutionalisation era. This typography provides an interesting parallel with responsible investment as it has evolved to meet customer (i.e. Investor) needs starting with a values-driven era, moving through niche products towards value-added and finally incorporation into institutional risk management processes.⁴⁰

5.7 Looking ahead

In recent years, we have seen increased interest in responsible investment and growing integration of ESG-analysis into the investment process of many asset owners and investment managers. More importantly, however, there is increasing evidence that responsible investment strategies are being integrated into mainstream dialogue within the financial services industry. We have come to a point where few asset owners and investment managers deny the role an enhanced risk-return framework should play in modern investment management.

However, despite an overall growth in RI, ESG integration remains quite rare. Looking at the full spectrum of approaches to RI amongst global pension funds, very few position themselves as ‘leaders’ in this area.

We define the ‘leaders’ as those funds that fully integrate ESG factors in decision making processes from a risk and return perspective. Examples include Dutch Pension Fund for Health, Mental and Social Interests (PGGM), the UK Environment

³⁹ *Economist*, January 19, 2008.

⁴⁰ “The eras and participants of fair trade: an industry structure/stakeholder perspective on the growth of the fair trade industry,” *Corporate Governance*, Volume 7, Number 4, 2007.

Agency, British Telecom Pension Scheme (BTPS) and Dutch Stichting Pensioenfondsen ABP. These funds integrate RI considerations into requests for proposals, investment mandates and investment manager agreements, and have developed a proactive approach to active ownership. Furthermore, the ‘leaders’ assess the ESG capacity of current or prospective investment managers and tend to analyse existing portfolios for exposure to ESG risks. To various degrees, these funds have also conducted RI manager search and selection for alternative strategies.

At the other end of this spectrum are the “ethical” or “socially responsible” investors, who address ESG factors on ethical grounds, and are not necessarily concerned about any affect that these factors may have on the performance of underlying investments. These funds are considered ‘laggards’ according to this definition as their ethical considerations are taken independently from the investment management function. Also asset owners who have reverted to simplistic exclusions and /or superficial engagement policies would fall in this category.

In the mid-category on this spectrum, we find ‘developing’ funds that have started to move towards integration. They have generally developed an RI action plan in the context of their overall plan philosophy and beliefs. This often includes a component of peer benchmarking. To various degrees, they have also started to move away from simplistic exclusions and to integrate RI considerations into their own portfolio construction, requests for proposals, investment mandates and investment manager agreements.

6 Next steps for the AP funds

The Swedish AP funds vary considerably in their integration and can be found in both the developing and lagging category. Few have communicated clear rationales for their adopted positions on RI, and are not among the global pension funds that actively consider risks and opportunities that arising from ESG issues in their investment processes. Looking forward, the AP funds can further enhance their aptitude in the RI space by moving towards full integration of ESG issues in investment decisions.

The asset owners that are leading in the RI field have often addressed a number action items that are described below. Many of the following have relevance for the AP funds as well.

Possible Action Areas	Example of Actions Taken
<i>Beliefs and Policy Development</i>	
Review beliefs and attitudes towards RI	Review of RI policy, strategy and philosophy
RI policy review	Integration of RI into Investment Policy and Guidelines
	Peer comparison and positioning
	Stakeholder surveys
<i>Review of Mandates and Managers</i>	
Ensure ESG integration of all relevant policies, mandates, and activities	Investment Manager Agreement, Mandate and RFP review
Review all existing managers and consultants for ESG suitability	Manager RI/ESG review
Report on the carbon footprint of the company's entire portfolio	ESG portfolio monitoring
<i>Manager Search and Selection</i>	
Incorporate ESG as an essential factor in manager and other supplier selection processes	Manager search and selection
	Review of ESG integration and research providers
<i>Active Ownership</i>	
Review of active ownership policy	Review of active ownership policy
Develop criteria for engagement	Collaborative shareholder engagement program development
Develop internal engagement capacity or appoint external engagement overlay manager	Proxy voting and engagement services review
	Search and selection process for a engagement overlay manager
<i>Leadership and Collaborative Initiatives</i>	
Become a leader in incorporating responsible investing	Seek advice and recommendations on collaborative initiatives
Participate in collaborative initiatives	Seek advice on PRI implementation
<i>External Communication</i>	
Inclusion of fund performance against RI targets in Annual Report	Determination of strategy for communicating policies, practices, outcomes with respect to RI/ESG integration among beneficiaries and the wider public
Educate and inform clients and the public on RI	
Communicate new developments to beneficiaries and the wider public regularly	
Encourage research and demand standardised reporting	

Doing Well While Doing Good?

A survey of the socially responsible investments literature¹

Kees Koedijk² and Jenke Ter Horst³

¹ This survey is written by order of the Commission on ESG-issues for the Swedish Public Pension Funds.

² Corresponding author; Department of Finance, Tilburg University, P.O. Box 90153, 5000 LE Tilburg, the Netherlands, and CEPR, email: c.koedijk@uvt.nl, phone: +31 13 466 3048.

³ Department of Finance, Tilburg University, P.O. Box 90153, 5000 LE Tilburg, the Netherlands, email: j.r.terhorst@uvt.nl.

1 Introduction

During the last decade, one of the impressive new developments in the financial community has been the rise of social and ethical investments. Although the origins of ethical investing date back many hundreds of years, the modern roots of social investing can be traced to the political climate of the late 1950s and early 1960s. Issues such as the environment, civil rights, and nuclear energy increased the social awareness of investors. Accordingly, mutual funds were set up that specifically met the demand for incorporating ethical criteria into the investment process. This development led to a dramatic increase in ethically managed mutual fund assets, an industry that now represents several hundred billion dollars in the United States. If all U.S. private and ethically screened portfolios are included, now, at the end of 2008 this number tops the three trillion dollar mark. At the moment, approximately 10% of all money under professional management in the United States is part of a socially responsible portfolio.

Because of the size and importance of this movement, both academics and practitioners have investigated the financial consequences of ethically or socially responsible investing (SRI). The fact that MISTRA, the foundation for strategic environmental research, is funding a Sustainable Investment research program, is an excellent example of the relevancy of this topic. In this survey we will discuss a number of projects from the Sustainable Investment research program amongst others. One of their questions is, does it cost to be socially responsible? There are many authors who have investigated the financial consequences of these investments and evaluated how SRI factors such as environmental, social, and governance factors (the ESG factors) affect the portfolios' financial outcomes. For the U.S. and the UK, there is little evidence that the financial performance of the SRI industry is different from that of the conventional investment industry (see, e.g., Statman, 2000; and Bauer, Koedijk, and Otten, 2005). However, for Continental Europe and the Asia-Pacific region, there is evidence of underperformance (see, e.g., Renneboog, Ter Horst, and Zhang, 2008a).

In the SRI industry it is common for investment professionals to pursue both financial goals and non-financial objectives. SRI funds usually employ all kinds of SRI screens that restrict their investment opportunity set. Excluding companies based on screens

that reflect social, environmental, or corporate governance issues reduces the diversification opportunities, and therefore may negatively affect the financial performance of those funds compared to the performance of conventional mutual funds. Moreover, the exclusion of companies may negatively affect the stock prices of those companies, and raise the expected returns. This exclusion effect probably explains why the so-called 'sin' stocks in the U.S. have significantly outperformed the stock market in the last decade (Hong and Kacperczyk, 2008). However, one can also argue that the screens are used as filters to identify companies that can expect superior future performance. The identification effect would imply that the screening process generates value-relevant information that would otherwise not be apparent to investors. This implies that screening would later result in superior fund performance.

Both the outperformance and the underperformance hypotheses can both be motivated by theoretical arguments. For example, if financial markets underestimate costs that may emerge during corporate social crises or environmental disasters, then portfolios that use screens based on these criteria may show outperformance. For example, Derwall, Gunster, Bauer, and Koedijk (2005a) show that a portfolio of firms with high environmental scores outperforms a portfolio of firms with low scores. One of the key assumptions in this part of the SRI literature is that stock markets misprice information on ESG in the short run. In this survey, we examine the most important and recent papers that provide the theoretical arguments and empirical findings related to financial under- or outperformance.

It has to be stated that the empirical literature on SRI fund performance mainly focuses on mutual funds. Pension funds that invest with SRI constraints hardly got attention, probably due to data availability. Besides data availability, it is also difficult to compare social responsible pension funds with usually much smaller social responsible mutual funds. Nevertheless, the question whether and how pension funds should incorporate ESG issues in their investment decisions is a topic that receives considerable attention (see, 'De gearriveerde toekomst, 2007). Recent studies by Eurosif (2006) and Social Investment Forum (2006) show that engagement and integration strategies are becoming mainstream for pension funds nowadays. The potential power of pension funds in terms of voting practices or in the form of direct dialogues between the funds and the companies are instruments to encourage

companies to incorporate ESG issues in business practices. Furthermore, the integration of values-based investing in the traditional asset allocation and risk management process is a trend that becomes truly visible.

The historical development of the SRI industry also shows some interesting patterns. The first-generation SRI funds used mostly negative or exclusion screens. This negative screening implies that the funds excluded certain parts of the initial asset pool. In contrast, the second-generation SRI funds primarily used positive or selection screens. Doing so enabled them to select companies with a 'best in class' approach. The more recent third and fourth generation of SRI funds combines the selection and exclusion screens together with shareholder activism. In a sequence of papers, Renneboog, Ter Horst, and Zhang (2006, 2008a, 2008b), using a sample of SRI funds from throughout the world, discuss the effects of the use of different investment screens on the performance of SRI funds, the money flows into and out of SRI funds, and the flow volatility of the SRI funds. In this survey, we discuss their findings and relate them to the issue of whether there are systematic differences between SRI investors who work on an 'engagement' basis and those who use a 'divestment' strategy.

For pension funds that already incorporate ESG issues in their investment policy an interesting question is whether they should restructure investment strategies from negative screening towards positive screening. Positive screening will probably narrow down the investment opportunity set of the pension fund much stronger than negative screening does. Furthermore, it has to be noted that the use of engagement power of pension funds can only be effective when the funds have an ownership stake in a company. Therefore, switching from negative towards positive screening may have undesirable ESG implications for society in general. Alternatively, empirical evidence shows that positive screening can generate value. Over the period 1992-2007, a best-in-class approach would have outperformed a conventional portfolio strategy for the U.S. market.

A recent SRI literature stream focuses on what socially responsible investors want, and what distinguishes them from conventional investors. The integration of personal values in the traditional risk-return trade off framework of portfolio optimization is an important cornerstone of this part of the SRI literature. As stated by Statman (2007), 'Like conventional investors, socially respons-

ible investors want high returns and low risk, but socially responsible investors also want their portfolios to conform to their values, whether promotion of worker rights, opposition to war, or protection of the environment'. Renneboog, Ter Horst and Zhang (2006) find that socially responsible investors care about social or ethical issues in their investment decision. Money flows into and out of SRI funds that mainly employ sin/ethical SRI screens are much less sensitive for past fund returns than conventional fund flows.

Alternative investments such as private equity and hedge funds are important asset classes. Thus, it is interesting and relevant for us to examine whether and to what extent these asset classes incorporate social responsibility into their investment decision process. Although, as far as we know, there are hardly any academic papers on the subject, we nevertheless observe that sustainable or socially responsible private equity is gaining momentum. For example, a recent study by Cumming and Johan (2008) shows that Dutch institutional investors invest in sustainable private equity. However, it appears that both the organizational structure and the global diversification opportunities affect the size of the sustainable investment program.

Today, the SRI industry represents a significant part of all investment funds. Therefore, we wish to examine whether ESG affects corporate behavior. In this survey we present a number of different papers that investigate this issue. For example, Barnea, Heinkel, and Krause (2005) examine the effects of negative pollution screening on the investment decisions of polluting firms. The main finding in this study is that negative screening reduces polluting firms' incentives to invest, which would lower the firms' total investment in the economy.

The remainder of this paper is organized as follows. In Section 2 we review theoretical arguments and the empirical findings related to financial under- or outperformance of SRI funds. Section 3 discuss differences in behavior between socially responsible investors and conventional investors. In Section 4 we discuss financial performance and SRI Factors. In Section 5 we review the studies on systematic differences between SRI investors who work on an 'engagement' basis and those who use a 'divestment' strategy. In Section 6 we review the few papers on alternative assets such as private equity, hedge funds, and real estate in relation to social responsible investment. In Section 7 we discuss the literature

related to the question of whether ESG affects corporate behavior. In Section 8 we conclude. We briefly indicate the scholarly frontier and topics for future research in the development of SRI.

2 The Performance of Socially Responsible Investment Funds

The performance of SRI mutual funds compared to conventional funds is the most extensively studied topic in the SRI literature. From a theoretical point of view, imposing SRI constraints in the investment process reduces the diversification opportunities. According to Markowitz's portfolio theory, these constraints move the mean-variance frontier to the right, and result in less attractive risk-return tradeoffs relative to those in conventional mutual funds. Alternatively, SRI screening may generate value-relevant information. Socially responsible portfolio selection based on environmental, social, or governance criteria may lead to outperformance.

For the period 1981–1990, Hamilton, Joe, and Statman (1993) examine the performance of 32 SRI funds and 320 non-SRI funds in the U.S. They find that SRI funds established before 1985 outperform, on a risk-adjusted basis, their conventional counterparts by almost 1% per year. The more recently initiated SRI funds underperform their counterparts by almost 2.5% per year. Although economically significant, the differences in performance are not statistically different from zero. Statman (2000) finds a similar result. Statman examines the performance of 31 SRI funds and 62 non-SRI funds over the period 1990–1998 and reports a risk-adjusted outperformance of about 2.5% on an annual basis. For both studies, it holds that both SRI and non-SRI funds underperform the benchmark.

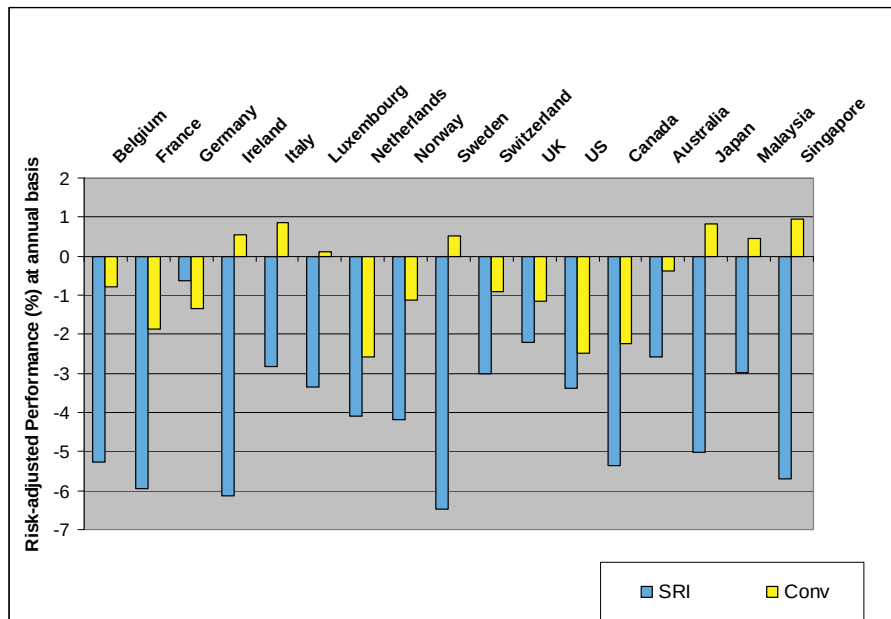
One of the first international SRI fund performance studies is by Bauer, Koedijk, and Otten (2005). These authors use the Fama-French Carhart (FFC) model to measure the performance of SRI funds in Germany, the UK, and the U.S. over the period 1990–2001. For the UK, they find that domestic and internationally investing SRI funds significantly outperform their conventional counterparts. Domestic ethical SRI funds in the U.S. significantly underperform, but the difference for internationally investing funds is not significant. For Germany, they find nonsignificant

differences between ethical and conventional funds. Bauer, Koedijk, and Otten (2005) report that German and U.S. ethical funds experienced a learning phase. Initially, the funds underperformed, but during the period 1998–2001 the funds matched the performance of conventional funds.

Geczy, Stambaugh, and Levin (2005) use a different approach. Using a Bayesian framework, these authors examine whether investors in socially responsible equity mutual funds pay a price, via their investments, for their willingness to do well. Imposing SRI constraints reduces the diversification benefits to less favourable risk-return tradeoffs. The difference between the certainty equivalent returns on a portfolio with and without SRI constraints clearly reveals the costs of trying to do well via investments. It appears that investors who have a strong belief in the traditional CAPM and a disbelief in managerial ability bear very little cost in terms of certainty equivalent loss. However, as soon as the investor beliefs shift in the direction of multifactor models such as the FFC model, then the costs of imposing SRI constraints rises significantly to about 30 basis points per month.

A recent study by Renneboog, Ter Horst, and Zhang (2008a) compares socially responsible and conventional equity funds in 17 countries. They determine FFC 4-factor alphas (annualized) for equally weighted portfolios of SRI funds and conventional funds. The returns of the benchmark portfolios are in local currency and are evaluated from a local investor's perspective, i.e., with local benchmark factors and local risk-free rates. Figure 1 shows the 4-factor alphas for the SRI funds as well as their conventional counterparts.

Figure 1 SRI and Conventional risk-adjusted performance around the world



Source: Renneboog, Ter Horst, and Zhang (2008a).

It appears that in all 17 countries under consideration, the SRI mutual funds underperform their benchmark. For seven countries (France, Ireland, Netherlands, Sweden, the UK, Canada, and Japan), the authors find a significantly negative risk-adjusted performance. However, they report a significantly negative difference in performance between SRI funds and conventional funds only for Sweden and Japan. This result implies that although SRI funds economically underperform conventional funds in all countries, the underperformance is only statistically significant for two out of the 17 countries.

The empirical evidence on the nonsignificant difference between SRI and conventional responsible funds focuses mainly on equity funds. In a recent study, Derwall and Koedijk (2008) evaluate the performance of SRI bond funds and the SRI funds that hold both debt and equity (balanced funds). Over the period 1987–2003, these authors find that socially responsible fixed-income funds show a risk-adjusted performance similar to that of their conven-

tional counterparts. SRI balanced funds even outperform conventional balanced funds by about 1.3% per year. Derwall and Koedijk's results are robust for various performance evaluation techniques and imply that SRI constraints do not negatively affect fixed-income fund performance.

To summarize, most empirical studies provide evidence that the risk-adjusted performance difference between SRI funds and their conventional counterparts is not statistically different from zero. In the U.S. and UK, the average performance of SRI funds and conventional funds is comparable. Sweden and Japan are the only two countries for which researchers find a significant underperformance. Nevertheless, socially responsible investing has experienced a strong growth.

3 The Appeal of Socially Responsible Investing

An important observation in the recent SRI literature is that socially responsible investors care about other issues than performance only. Note that this does not imply that performance of pension or mutual funds is not relevant. Like conventional investors, socially responsible investors also have to save/invest for their own personal financial planning such as retirement. Socially responsible investors care about the integration of personal and societal values in the traditional investment decision process. In a sequence of papers, Statman (2007a, 2007b, 2007c) portrays socially responsible investors. Who are those people and what drives them? Bollen (2007) and Renneboog, Ter Horst and Zhang (2006) relate this part of the SRI literature with a more quantitative approach to disentangle the difference in behavior between conventional investors and socially responsible investors.

In the previous section we have seen that a lot of research regarding socially responsible investing focuses on the question whether there is a performance difference between SRI funds and their conventional counterparts. However, many investors may derive utility from owning companies or mutual funds that care about their personal expressive characteristics as well. Bollen (2007) introduces a multi-attribute utility function that incorporates personal or societal values into the traditional investment decision problem. Even in the case that social responsible screening negatively affects fund performance, investors can nevertheless

derive nonfinancial utility by investing in SRI funds consistent with their environmental, social, and ideological issues. To examine whether SRI investors care more about these nonfinancial issues than about fund performance, Renneboog, Ter Horst, and Zhang (2006) extend the framework of Bollen (2007) and examine the flow-performance relation of SRI and conventional funds. For conventional mutual funds and hedge funds, researchers know well that financial attributes, such as risk-adjusted and raw past returns, significantly affect the money flows into the funds (see, e.g., Sirri and Tufano, 1998; and Agarwal, Daniel, and Naik, 2004). Top-performing funds attract most of the inflow, while poor performing funds are hardly affected by outflows.

Renneboog, Ter Horst, and Zhang (2006) report that SRI investors around the world care less about past performance than do conventional fund investors. In comparison to conventional funds, the authors find a somewhat weaker reaction to positive performance in the previous year, but more interestingly, that the flows of SRI funds are significantly less sensitive to past negative returns. Furthermore, they report that the types and the intensity of the screening significantly affect the money flows. SRI funds that are characterised by primarily negative screens, or by mainly sin and ethical screens, receive larger money inflows and have a weaker sensitivity to negative returns. The reduced sensitivity to past negative returns corresponds to Bollen's (2007) study on U.S. funds. However, Bollen (2007) reports a stronger flow sensitivity to past positive returns. According to Renneboog, Ter Horst, and Zhang (2006) this result can be explained by the fact that U.S. SRI funds mostly use ethical and sin screens. Finally, Renneboog, Ter Horst, and Zhang (2006) report that stock-picking based on in-house SRI research increases the money flows by about 0.8% per month. This result indicates that investors in SRI funds care more about nonfinancial attributes and pay less attention to financial performance.

The findings of Bollen (2007) and Renneboog, Ter Horst and Zhang (2006) correspond with the way Statman portrays socially responsible investors. A clear picture of a social responsible investor does not exist. Social responsibility has different interpretations for different investors as well as their aims. Some investors care about the environment, and prefer a portfolio where polluting companies are excluded, while alcohol, gambling and tobacco companies are not considered as social responsibility

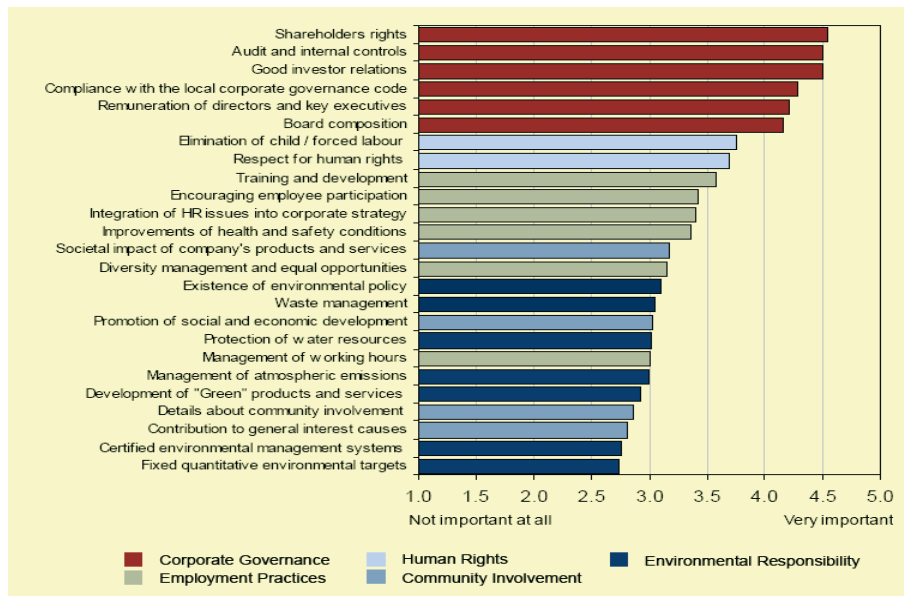
issues. But what socially responsible investors share is consistency between their values and investments. They care about performance, but some of them are even willing to sacrifice returns in order to have peace of mind.

4 Are SRI Factors Priced by the Market?

One of the most controversial issues in the SRI literature is whether the introduction of nonfinancial criteria in the investment decision process affects financial performance. But beforehand, it is difficult to claim that criteria such as environmental, social, and corporate governance targets will positively or negatively affect performance. At the heart of the discussion is the question of whether these nonfinancial targets are priced by the market. In the recent SRI literature we can distinguish three alternative hypotheses. The 'neglect' or 'doing good but not well' hypothesis states that the expected returns of social responsible stocks are lower than are those of the stocks of conventional, or even controversial, companies. Alternatively, the 'errors in expectations' or 'doing well while doing good' hypothesis states that expected returns from social responsible firms are higher than are those of conventional firms. Finally, in the 'no effect' or 'irrelevance' hypothesis, the social responsibility feature is not priced in the market, and expected returns of SRI companies will be equal to those of conventional companies.

Jaworski (2007) conducted a survey among research analysts and investors to examine how and the ways in which they incorporate ESG issues into their analysis. Jaworski's results show a growing interest in SRI. Table 1 shows which ESG factors matter the most for the investment community. It appears that corporate governance indicators are the most important factors, and that environmental responsibility and community involvement receives relative less attention. Furthermore, most participants think that ESG factors have an impact on market value and financial performance, in particular over the long term, and that the information on ESG issues is not fully reflected in the stock prices.

Table 1 Relative Importance of ESG issues to investors' investment decisions and recommendations



Source: Jaworski (2007), www.corporate-engagement.com

Nilsson, Cunningham and Hassel (2008) examine whether environmental information is actually used by financial analysts in their equity valuation reports on two industries: the chemical and the oil and gas industry. Although companies increasingly report environmental information, the authors find that only 35% of the financial analysts' equity valuation reports actually contain environmental information. Surprisingly, environmental information is used more often by American analysts than by European, and it is used more often for North American than for European companies. Apparently, the higher litigation risk faced by American companies makes analysts focus more on environmental factors when valuing American companies.

From a theoretical point of view, we could argue that incorporating ESG targets reduces potential costs of conflicts between society and corporations, and therefore may lead to a higher shareholder value. However, according to traditional finance thinking, the focus in companies should be only on shareholder value maximization. As soon as the interest of other stakeholders, such

as, for example, employees or the environment in general, is taken into account, the economic efficiency and managerial incentives can be negatively affected. Thus, the implementation of the so-called stakeholder theory could be a prescription for destroying firm value and reducing social welfare (Jensen, 2001). As stated by Tirole (2001) “management can almost always rationalize any action by invoking its impact on the welfare of some stakeholder”.

Although some well-known economists express a negative view on incorporating nonfinancial goals in the investment decision process, corporate social responsibility is becoming increasingly popular. Part of this popularity can be explained by pressure from society in general. Media attention or the growing social and environmental awareness of people may lead to a ‘boycott’ of those firms that do not take these issues into account in their business policy. Thus, the effects of social norms on markets is one of the key interests in recent SRI literature. The fact that a growing group of investors, among which are institutional investors such as pension funds, ignore a set of stocks could negatively affect the stock prices of those companies. The limited risk-sharing opportunities and the increased litigation risk of the products of those companies has the potential to increase the expected returns of the companies involved.

Hong and Kacperczyk (2008) test the so-called ‘neglect’ hypothesis for a sample of sin stocks over the period 1965–2006. These authors define a sin stock as a publicly traded company involved in the production of alcohol, tobacco, or gaming. In the U.S. SRI industry, sin screening is the most popular screening structure, i.e., 92% of the SRI mutual funds use some kind of sin screen, which implies that such funds exclude companies involved in the manufacturing of tobacco products, alcoholic beverages, and casinos and suppliers of gambling equipment from the investment opportunity set. Hong and Kacperczyk (2008) find that sin stocks outperform comparable stocks by about 3.6% at an annual basis. An explanation for their result is that the sin stocks have less institutional ownership due to social norms pressure compared with the otherwise comparable stocks. Moreover, the sin stocks have less analyst coverage. Although hedge funds, mutual funds, and individual investors will also feel the social pressure, it can nevertheless be expected that some of them buy these often neglected and cheaply priced sin stocks.

The alternative hypothesis that receives a lot of attention in the empirical literature is whether stocks of social responsible companies have higher expected returns than do those of conventional stocks. This 'doing well while doing good' or 'errors in expectations' hypothesis can only hold true when stock markets misprice information on ESG in the short run. Selecting firms with above-average scores on these ESG targets can then lead to a better financial performance in the long run.

Derwall, Gunster, Bauer, and Koedijk (2005a) use monthly eco-efficiency ratings obtained from Innovest Strategic Value Advisors, and find a positive relation between the rating and firm value as measured by Tobin's q . Eco-efficiency is defined as the creation of more value with fewer environmental resources, resulting in less environmental impact. For the period 1995-2003, an investment strategy based on the eco-efficiency scores shows that a portfolio that contains stocks with the highest scores outperforms a portfolio that contains stocks with the lowest scores by almost 6% per annum (Derwall, Gunster, Bauer, and Koedijk (2005b)). This result supports the claim that the stock market undervalues the publicly available environmental information, which is at odds with market efficiency. Alternatively, the eco-efficiency premium may also reflect a premium for missing risk factors in asset pricing models.

Previous research on the relation between environmental and financial performance has been extended by Semenova and Hassel (2008). While Derwall et al. (2005a) only use eco-efficiency as an environmental measure, Semenova and Hassel (2008) extend the analysis to a multi-variate three factor environmental model. The environmental measures are obtained from GES Investment Services. GES assigns stocks an environmental risk rating that includes the industry risk level and company specific risk level. The authors make a distinction between inherent environmental industry risk, preparedness and performance. Environmental preparedness reflects reputational benefits from a company's environmental policy, management systems and regular reporting. This distinction allows the authors to distinguish between industry effects and company specific environmental effects. The authors find a positive relation between environmental preparedness and firm value, while preparedness has a negative impact on operating performance. For low risk industries, environmental preparedness and performance have a positive impact on market value, but no

effect on operating performance. Apparently, as stated by the authors, companies attempting to be environmentally responsible, show low profitability but a high market value.

Olsson (2007) uses the GES environmental risk ratings in an investment strategy setting. Using the FFC model, the author finds that a more responsible low environmental risk portfolio has a similar risk-adjusted performance as a high risk portfolio over the period 2004-2006. This indicates that responsible investing does not necessarily lead to poor performance.

Using event study methodology, Lundgren and Olsson (2008) examine whether environmental incidents affect firm value. The authors observe 142 environmental incidents during the period 2003-2006. The incidents appear to have a negative significant effect for European firms, while the effect is nonsignificant for U.S. firms. Apparently, U.S. firms are less sensitive for environmental incidents than European firms.

Corporate scandals such as Ahold in the Netherlands, and Enron and Worldcom in the U.S., have led to increased attention on corporate governance. Corporate governance is usually defined as the relationship between all the stakeholders in a company. This relationship includes the shareholders, directors, and the management of a company, as defined by the corporate charter, by laws, formal policy, and the rule of law. Such designs induce or force management to internalize the welfare of stakeholders (Tirole, 2001). Gompers, Ishii, and Metrick (2003) analyze the relation between corporate governance and long-term equity returns for the U.S. market. They report that an investment strategy based on selecting well-governed companies outperforms a strategy based on selecting poorly governed companies by about 8.5% per year. Combined with a positive relation between good corporate governance and firm value, this result clearly indicates that good corporate governance increases financial performance for U.S. companies, and that the information is not incorporated in the stock price.

Bauer, Gunster, and Otten (2004) examine the impact of corporate governance on firm value by using a sample of European corporate governance ratings of Deminor. They find that on average, there is a positive relation between corporate governance rating and firm value. However, the relation appears to be much stronger for EMU countries than for the UK. Moreover, an investment strategy that is long in a 'good corporate governance

portfolio' and short in a 'poor corporate governance portfolio' leads to an average annual return of 2.1% for EMU countries, while it is more than 7% for the UK. This result implies that in EMU countries, the corporate governance standards are already incorporated in stock prices, but in the UK, the adjustment is still taking place.

In traditional finance, employees were considered as a cost that had to be minimized. Moreover, opponents of the stakeholder theory claimed that taking into account the interests of other stakeholders, such as employees, destroys value. Nowadays, management philosophies are more likely to recognize employees as important organizational assets (see, Zingales, 2000). Edmans (2008) examines whether employee satisfaction is related to equity prices. It appears that a portfolio of firms from the '100 Best Companies to Work For in America' generates a risk-adjusted return of about 4% on an annual basis over the period 1984–2005. (Since 1998, *Fortune* has published this list of companies in its magazine; before 1998 it was only published in book form.) The positive relation between employee satisfaction and shareholder return indicates that the stock market does not incorporate this publicly available information in the stock price, at least not in the short run. Apparently, environmental, social, and corporate governance factors are not always priced in the market.

Now the question is, can social responsible investors do both well and good? The studies by Edmans (2008), Gompers, Ishii, and Metrick (2003), and Derwall, Gunster, Bauer, and Koedijk (2005b) show that selecting firms with above-average scores on environmental, social, or corporate governance targets can lead to a better financial performance. These studies strongly support the 'doing well while doing good' or 'errors in expectations' hypotheses. In contrast, Hong and Kacperczyk (2008) show evidence for the 'doing good but not well' or 'neglect' hypotheses. In their study, sin stocks outperform comparable stocks by about 3.6% annually. However, a recent study by Statman and Glushkov (2008) arrives at the opposite conclusions. Statman and Glushkov show that the return advantage of selecting stocks of U.S. companies with high social responsibility scores is almost canceled out by the return disadvantage of neglecting stocks of so called 'shunned' U.S. companies. Shunned stocks include sin stocks as well as stocks of companies involved in firearms, military and nuclear industries. Nevertheless, over the period 1992–2007, a portfolio strategy with

a tilt towards stocks of companies with high social responsibility scores outperformed a conventional portfolio. Although economically significant, the outperformance is statistically significant only in case of the Fama-French factor model. Nevertheless, by following a best-in-class approach in the construction of portfolios, socially responsible investors can do both well and good.

5 Optimal SRI Strategies: the Divestment versus the Engagement Strategy

Another extensively studied question concerns optimal SRI strategies for portfolio management: should a SRI strategy lead to a divestment policy or an engagement strategy?

In a recent study, Renneboog, Ter Horst, and Zhang (2008b) describe the development of the SRI industry across the world. Although the first signs of ethical investing can be found in the bible, the Pioneer Fund (1928) was the first modern mutual fund to screen its investment portfolio based on religious traditions. Sinful companies, such as the companies involved in the production of alcohol, were excluded from the investment portfolio. In 1971, the Pax World Fund was the first fund to use screens that were not based on religious traditions. However, it did avoid investments in the weapon industry.

Although the first generation of SRI funds primarily used negative screening structures, the second generation mainly applies positive screening structures. This structure implies that SRI funds select companies for their investment portfolios when such companies meet superior environmental, social, or corporate governance standards. Often, SRI funds follow a best-in-class approach, selecting firms within an industry when the firms pass a minimum threshold. The third generation of SRI funds combines the negative and positive screens into what is referred to as "sustainable investing." The fourth and newest, most modern generation of funds combines sustainable investing with shareholder activism. The fourth-generation portfolio managers try to be actively involved in the company's policy through direct dialogue or via the annual meetings with the shareholders. For a more extensive overview of the historic development of the SRI industry, we refer to Sparkes (2002).

In SRI we can distinguish three main investor strategies. First of all, SRI investors can screen their investment portfolios or mutual funds on social, ethical, environmental, or sin criteria. Second, socially aware investors may exhibit shareholder advocacy. Finally, SRI investors may be involved in community investing, in which capital is directly provided to communities underserved by traditional financial services. SIF (2005) reports that in the U.S., 68% of the total assets under management (AUM) in the SRI industry is socially screened only, and 26% of the total AUM exhibits shareholder advocacy only, while 1% of the total AUM is involved in community investing. Renneboog, Ter Horst, and Zhang (2008a) develop a list of SRI screens used by SRI funds around the world. They identify 21 different screening criteria, which are classified into four main categories: sin, ethical, governance and social, and environmental. Table 2 summarizes the most interesting characteristics of SRI funds around the world.

Table 2 Summary statistics of SRI funds around the world

<i>Percentage of funds with</i>	Continental Europe	UK	USA	Asia-Pacific
Negative screens	56%	85%	97%	72%
Positive screens	92%	87%	69%	58%
Sin screens	54%	85%	92%	67%
Ethical screens	38%	85%	57%	52%
Governance & Social screens	78%	85%	68%	47%
Environmental screens	88%	94%	72%	60%
Islamic screens	3%	2%	3%	36%
Activism policy	18%	31%	47%	6%
In-house SRI research	22%	27%	55%	11%

Source: Renneboog, Ter Horst, and Zhang (2008b).

It appears that 97% of the U.S. SRI funds apply negative screening, while in Continental Europe 92% of the funds apply one or more positive screens. Sin screens are the most popular in the U.S., but in Continental Europe, we more often find governance, social, and environmental screens. In the UK, all screens are more or less equally popular. We are interested to note that the role as active shareholder is much more common in the U.S. SRI industry than in Continental Europe or the Asia-Pacific region. Finally, Renneboog, Ter Horst, and Zhang (2008a) report that 55% of the

U.S. SRI funds base their SRI screening activities on in-house research.

Furthermore, Renneboog, Ter Horst, and Zhang (2008a) examine whether the screening structure affects the risk-adjusted performance of the SRI funds, an issue that has not previously been explored. They find that on average, SRI funds underperform a sample of matched conventional funds by about 60 basis points per month. However, screening activities have a significant impact on the risk-adjusted performance. Funds that focus on community involvement can expect an additional return of 30 basis points per month, while an in-house research team can increase risk-adjusted performance by ten basis points per month. Apparently, the screening process can generate value-relevant information. Screening intensity, as measured by the number of screens applied, increases the underperformance. Finally, following an activism policy does not significantly affect performance.

Johnson and Gjolberg (2008) study the potential ethical implications of screening of the Norwegian Government Pension Fund-Global (GPFG). The study shows some interesting conclusions that do not necessarily hold for the usually much smaller SRI funds. In the recent public debate, it has been proposed that the GPFG should restructure its investment strategy from negative screening towards positive screening. However, as stated by the authors, for a large pension fund such as GPFG, this restructuring can significantly narrow the investment opportunity set of the fund. In the extreme case, positive selection can imply that the fund only holds 'clean' companies in the portfolio. But that implies that you cannot directly use your engagement power to change ESG standards in the right direction in companies that failed to be included in the portfolio. Furthermore, according to GPFG's mandate, the fund is not allowed to hold an ownership stake that exceeds 10%. This constraint implies that the fund's investment universe is already restricted to larger companies. Positive selection strategies in combination with the size of pension funds and the often existing maximum ownership stake, will reduce diversification possibilities. This reduction will lead to higher risk exposure of the fund itself, and may have undesirable ESG implications for society in general due to less influence of the fund in companies.

Major institutional investors increasingly recognize that social, environmental, and ethical issues may have an impact on

shareholder value. According to Sparkes and Cowton (2004), the maturation of the SRI concept has important implications for the relation with corporate social responsibility. SRI has shifted from margin to mainstream, and these days, due to shareholder pressure by institutional investors, companies are more or less obliged to address CSR issues. The direct engagement strategy and shareholder advocacy can both involve writing letters to the management, filing shareholder resolutions, engaging upper-level executives in a direct dialogue, or initiating lawsuits. According to SIF (2005), the number of shareholders' resolutions in the U.S. on ESG issues increased by 16%, from 299 proposals in 2003 to 348 in 2005. It is interesting to note that companies seem to respond in a cooperative way rather than fighting shareholder resolutions. Shareholders increasingly withdraw their proposals after the management agrees to address the shareholders' concerns.

In Europe, the Broad SRI market, i.e., Core SRI plus engagement and integration, has grown by about 106% to more than €1 trillion assets under management as of December 2005 (Eurosif, 2006). The engagement strategy, dominated by the UK, has gained a lot of momentum, and has grown by 157%. Eurosif observes an increase in shareholder involvement at general meetings, in particular at those involving corporate governance issues.

But the question is whether institutional activism creates value for shareholders. Barber (2006) evaluates the activism of the largest pension fund in the world, CalPERS (California Public Employees' Retirement System). Barber (2006) distinguishes two types of activism: shareholder activism and social activism. Shareholder activism relates to the conflict of interest between corporate managers and shareholders. Increased monitoring by institutions may reduce the agency costs involved and raise the value of stocks for all investors. Social activism covers the conflict of interest between portfolio managers and investors. Managers may abuse their voting power to benefit their own objectives, rather than those of their investors. Although social activism may lead to important social benefits, such as reduction of pollution, it may damage potential returns to shareholders. However, investors in SRI mutual funds may care more about ESG issues in their investment decisions and pay less attention to fund performance.

CalPERS is considered a leader in institutional activism, taking on issues such as greenhouse gas emissions, labor negotiations, and investments in tobacco firms. Barber (2006) reports that during the

period 1992–2005, CalPERS activism led to a small positive market reaction of about 23 basis points the moment that CalPERS publicly announced its focus-list firms. This result indicates that activism creates shareholder value at the short run. Over the long term, the performance of the focus-list firms is even more impressive. The average focus-list firm appears to outperform the market by almost 32% annually. A portfolio strategy of investing in the focus-list firms as soon as the firm is placed on the list leads to an economically but statistically nonsignificant abnormal performance of about 4.1% annually over a holding period of five years.

In the late 1990s, CalPERS became the leader in the divestment of tobacco industry stocks. Barber (2006) reports ‘according to press accounts of this decision, the CalPERS board did not consider political nor moral values of CalPERS investors when arriving at their decision.’ We note that Hong and Kacperczyk (2008) report that sin stocks, such as tobacco stocks, outperform comparable stocks by about 3.6% at an annual basis. This result indicates that CalPERS’ decision to divest stocks from this industry did not benefit CalPERS investors. However, although social activism probably does not maximize shareholder value, it can nevertheless be in accordance with the preferences of the investors.

A Dutch report on sustainable investing for pension funds shows that pension funds increasingly pay attention to environmental, social or corporate governance issues in their investment decisions during the period 2003–2007 (De gearriveerde toekomst; 2007). Interestingly, only 20% of the Dutch pension funds consider financial performance as a reason to incorporate ESG issues, indicating that pension funds take the personal or societal values of their participants into account in the investment decision process. For the pension funds the question remains on how to incorporate ESG in their investment policy? Corresponding to the figures of Eurosif (2006), besides engagement the integration of values in the traditional risk-return trade off framework seems to be preferred above pure negative or positive screening. The reason is that e.g. in a pure best-in-class approach, companies will be compared on ESG issues only, while financial performance is not taken into account. In the integrated values process both issues play a role.

To summarize, the answer to the question whether institutional activism creates value for shareholders is still an open issue. As shown by Statman and Glushkov (2008) divesting from so-called

shun stocks did result in a return disadvantage. However, this return disadvantage can be compensated by investing in companies with high ESG scores, indicating that activism related to ESG issues can potentially lead to shareholder value.

6 SRI and alternative asset classes.

Alternative investments such as private equity, real estate, and hedge funds are important asset classes nowadays. Given the increase in the size of the investments in these alternative asset classes, it is relevant to examine whether they also incorporate social responsibility in the investment decision process.

The aim of a hedge fund is to generate a positive return independent of the market movement. While managers of traditional mutual funds charge a management fee, hedge fund managers impose both a management fee and an incentive fee. The incentive fee encourages managers to achieve high returns, while high-water-mark levels try to avoid excessive risk taking by the managers. A high-water mark implies that previous losses must be recovered before the manager receives an incentive fee. Moreover, hedge funds are very flexible in the type of securities they hold and the positions they take. Investors in hedge funds are often confronted with lock-up periods of sometimes more than three years. These restrictions on withdrawals allow fund managers to set up long-term or illiquid positions. The nonstandard features and the low correlation of hedge funds with traditional asset classes make them an interesting investment alternative that reduces risk exposure by diversification. This is one of the main reasons why institutional investors such as pension funds allocate capital to hedge funds.

According to SRI-advisor.com, there are only a very few socially responsible (green) equity hedge funds in the market. As far as we know, there is no academic research on the performance of those green hedge funds. The magazine *Investment Advisor* reports that in October 2006, AIG global investment group was managing about \$300 million in assets that had been invested under SRI constraints. The head of the hedge fund strategies of AIG states that 'the returns on the restricted accounts are very similar to those of the non-restricted funds', indicating that SRI constraints do not necessarily have a negative effect on the aim of hedge funds to generate positive returns independent of market movements.

Some other green hedge funds in the market are the Winslow Hedge Fund, which has about \$20 million under management and which focuses on environmental factors; and Green Cay Asset Management, which has four market-neutral funds and about \$200 million under management. These funds are managed using environmental and social factors as criteria. Furthermore, there is a small number of hedge funds that are based on religious grounds, such as the Shariah funds that invest according to Islamic law. So, we can state that hedge funds with an SRI agenda are only a recent phenomenon, and it is hard to predict how such funds will develop in near future.

Another important asset class is real estate. Researchers report that buildings account for approximately 40% of the consumption of raw materials and energy. In addition 55% of the wood that is not used for fuel production is consumed in construction. Overall, buildings and the associated materials produced for construction account for at least 30% of world greenhouse gas emissions. Once a building is constructed, the energy consumption associated with it continues. Recent estimates indicate that energy represents 30% of operating expenses. These magnitudes suggest that real estate can play an important role in making societies more energy efficient and sustainable.

Typically, awareness of this possibility is growing. A recent example is the increasing emphasis on green ratings for both new and existing construction. In general, these ratings assess the energy footprint of buildings and provide the owners and occupants with a yardstick of the energy efficiency and sustainability of properties. However, the use of these ratings has been limited. Moreover, both real estate developers and institutional investors are generally uncertain about how far they should go in implementing environmental investments. Thus, sustainable real estate investment vehicles is still in its infancy. But research in the area is picking up. In a recent paper Kok, Quigley, and Eichholtz (2008) investigate the impact of sustainable building practices and analyse a large sample of U.S. office buildings. For some 8,000 subject and office buildings, the authors relate market rents and asset values to a set of objective hedonic characteristics of buildings, holding constant the location characters of properties. In addition to determining the average rental premium, their method also makes it possible for them to estimate the rental increment for each green

building relative to the control buildings in its immediate geographic neighbourhood.

Another asset class with attractive diversification opportunities for institutional investors is private equity. Most private equity funds are organized as limited partnerships, with institutional investors acting as capital providers and limited partners. The limited partners usually make a commitment to provide funds when needed for new investments. A typical fund has a lifetime of about ten years. The general partners make investment in companies during the first five years, and exit from the companies during the second half of the company's lifetime. The funds usually charge an annual management fee on committed capital during the lifetime of the fund (see, Metrick and Yasuda, 2007).

Sustainable or socially responsible private equity is gaining momentum in the private equity industry. According to a case study by Robeco (2007), there are about 200 dedicated sustainable private equity funds, and more than 50 of them can be considered as being of institutional quality, given the amount of money raised. The funds focus on new forms of energy, agriculture, and new ways of utilising resources such as, water. Since it is expected that the demand for water will increase in near future, the potential for sustainable private equity investments is very large.

A recent study by Cumming and Johan (2008) examines the intersection between socially responsible investing and private equity. Using survey data from Dutch institutional investors, the authors report that the internal organizational structure of the institution and global diversification opportunities significantly affect an institution's decision to invest in sustainable private equity. Institutions in which the investment decisions are centralized through a Chief Investment Officer are more likely to have socially responsible investment policies than are institutions with less centralized decision structures. Furthermore, it is more likely that the funds invest in socially responsible private equity programs in Europe and the U.S. than that invest in domestic or Asian programs. This result may indicate that there are relatively few sustainable investment opportunities in Asian countries. Finally, Cumming and Johan (2008) report that larger institutional investors are more likely to be involved in socially responsible private equity.

So, although academic research in the direction of alternative investments is still in its infancy, we nevertheless observe that

socially responsible private equity and sustainable real estate starts to incorporate social responsibility in their investment process. Academic research will probably catch up in near future.

7 The Effects of SRI on Corporate Behavior

In both Europe and the U.S., 10% of the total assets under professional management is invested according to SRI policies. Given the huge growth of the SRI fund industry over the past decade, it is interesting to examine whether the increased attention to environmental, social, and corporate governance issues affects corporate behavior. One of the important trends that researchers observe is the growth in activities related to corporate social responsibility. Corporate social responsibility can be defined as actions taken by firms with respect to stakeholders and environment that go beyond what is legally required. As stated by Porter and Kramer (2006): "CSR has emerged as an inescapable priority for business leaders in very country." Today, most major companies devote a large section of their annual report to CSR. One of the reasons companies may take ESG or CSR issues into account in their business policies may be due to increased pressure of society in general. Nongovernmental organizations, such as human rights organizations, community groups and anti-apartheid activists, have strong networks and force public pension funds to divest companies that do not take CSR issues into account (Guay, Doh, and Sinclair, 2004). Due to reduced risk-sharing opportunities, divesting those firms that do not adhere to ESG standards can lead to an increased cost of capital for these firms. Later, it can be more difficult for those firms to find investment projects that increase the total value of the firm. Alternatively, reporting that your company takes ESG issues into account may also be used as an information signal to financial or labor markets regarding the firm's quality or reputation.

Lundgren (2007) develops a micro-economic model of firm CSR behavior in order to explain the often observed over-compliance of companies with respect to social and environmental responsibilities. In the model, investing in CSR is considered as investing in goodwill capital. The model shows that when consumers reward CSR the costs of CSR may be offset by the benefits in terms of higher profitability. Hassel and Semenova (2008)

provide empirical evidence in this direction. Firms are motivated to invest in CSR to obtain a higher ESG ranking, and are rewarded with relatively higher stock prices.

Heinkel, Kraus, and Zechner (2001) examine the effect of exclusionary ethical investing on corporate behaviour. Basically, these authors examine whether the presence of green investors influences or persuades the company to change from using a polluting technology to a clean one. The theoretical model assumes that there are two types of risk-averse investors, green and neutral. The latter ignore ethical considerations in their investment decisions, while green investors refuse to invest in firms that do not meet their ethical criteria. Furthermore, the model assumes that each company can choose between a polluting and a clean technology, and that the green investors will not invest in the firms that use the polluting technology. From the model, it follows that negative screening criteria by investors leads to fewer polluting firms in investment portfolios. This result implies that the stock price of those companies will fall and that the cost of capital will increase due to lower risk-sharing opportunities. A result implying a higher cost of capital that is empirically confirmed by Hong and Kacperczyk (2008), who report that sin stocks outperform the stock market. Heinkel, Kraus, and Zechner (2001) show that the proportion of green investors in the economy eventually decides whether a company will convert from a polluting technology to a clean one. Thus, as soon as the increased cost of capital of the polluting firms exceeds the cost of capital of firms that use a clean technology, the polluting firms will decide to turn to the more environmentally friendly technology. A calibration of their model with empirically reasonable parameters indicates that a proportion of about 25% green investors in the economy is necessary to persuade a company to change to a clean production technology. This result implies that the previously mentioned 10% of the total assets under professional management that is invested according to SRI guidelines is not sufficient to encourage firms to use a clean technology in their model. Nevertheless, it increases the cost of capital of those firms.

Barnea, Heinkel, and Kraus (2005) extend the previous model by explicitly modelling investments by firms. They report that negative screening reduces the incentives for polluting firms to invest for various levels of reforming costs. This result implies that the total level of investment in the economy as a whole decreases.

In both models that predict an increase of the cost of capital for companies that do not take ESG issues into account, a necessary condition is that there are not sufficient arbitrageurs in the market who are buying the shares of the polluting firms if they are underpriced.

Barnea and Rubin (2006) examine the drivers behind firms' increase in CSR expenditures. They argue that when CSR expenditures are low, that fact contributes positively to firm value due to, e.g., lower pollution related costs. However, since there is no limit in the amount that firms can transfer to its stakeholders, Barnea and Rubin (2006) state that at some point, CSR expenditure must decrease shareholder wealth. This reduction of firm value is in line with the theoretical objections against the stakeholder model, as shown by Jensen (2001) and Tirole (2001). Using a data set in which they classify firms as either social responsible or irresponsible, these authors find that insider ownership is significantly and negatively related to CSR ratings. Insiders are usually defined as all officers and directors of the company, and beneficial owners as those who own more than 5% of the company's stock. These insiders may gain private benefits, such as reputation effects, from having a high CSR rating. However, the costs of obtaining a high rating may reduce total firm value due to overinvesting in CSR. Therefore, when insiders bear little of the cost of overinvesting in CSR, CSR expenditures may create a conflict between different shareholders in a company. Barnea and Rubin's (2006) findings show that apparently, insider interests are more aligned with firm value maximization rather than with bearing the costs of being involved in CSR. Furthermore, Barnea and Rubin (2006) report that on average, leverage is negatively related to CSR ratings, indicating that high debt levels make overinvesting in CSR more difficult because creditors take a more active monitoring role in the firm. Finally, the authors find that institutional ownership appears to be positively correlated with CSR ratings. Apparently, possibly driven by pressure from society, public institutions care more about social issues than about financial performance.

8 Concluding Remarks

In this survey we present an overview of the literature on the financial consequences of socially responsible investing. The performance of socially responsible investment (SRI) funds is the topic that is most extensively studied in the empirical SRI literature. In this literature, the question of interest is whether imposing SRI constraints affects the performance of SRI mutual funds compared to conventional funds. We can conclude that the majority of studies show that the risk-adjusted performance difference is not statistically different from zero between socially responsible investment mutual funds and their conventional counterparts.

A more recent SRI literature stream considers the performance of SRI funds as granted, and explicitly examines the behavior of socially responsible investors. From this part of the literature it becomes clear that socially responsible investors care about other issues than financial performance only. Personal and societal values also play an important role in their investment decision process. For pension funds active engagement and the integration of values into the investment decision process becomes mainstream. Apparently, the values of their participants are taken into account.

Closely related is the question of whether the introduction of environmental, social, and corporate governance targets affects financial performance. Major institutional investors, such as pension funds, increasingly recognize that ESG issues may have an impact on shareholder value. Direct engagement or shareholder advocacy has gained a lot of momentum. Although the answer depends critically on whether these non-financial targets are priced by the market, it appears that social responsible investors can do well and do good. Over the period 1992-2007, for U.S. companies, a portfolio strategy that followed a best-in-class approach would have outperformed a conventional portfolio strategy. Furthermore, a case study by Barber (2006) shows that activism by CalPERS creates shareholder value in both the short and long run.

Today, alternative investments such as private equity, real estate, and hedge funds are important asset classes. Although academic research on this subject is still in its infancy, we nevertheless observe that sustainable or socially responsible private equity is gaining momentum. We find similar patterns for sustainable real

estate investment vehicles and hedge funds. Apparently, research in this area is picking up.

Finally, the increased attention to environmental, social, and corporate governance issues affect corporate behavior. Media attention and the growing social and environmental awareness of people may lead to a boycott of firms that do not take these issues into account in their business policies. These days, most major companies devote a section in their annual report to corporate social responsibility. Divesting stocks in firms that do not adhere to ESG standards can lead to increased cost of capital for those firms. Therefore, we can conclude that the maturation of the SRI industry and the shift from the movement from margin to mainstream has led to important financial consequences that will certainly develop further in the near future.

References

- Agarwal, V., N. Daniel and N. Naik, 2004, Role of managerial incentives, flexibility and ability: evidence from performance and money flows in hedge funds, Working paper, London Business School.
- Barber, B.M., 2006, Monitoring the monitor: Evaluating CalPERS' activism, Working paper, University of California.
- Barnea, A., R. Heinkel and A. Kraus, 2005, Green investors and corporate investment, *Structural Change and Economic Dynamic* 16 (3), 332–346.
- Barnea, A. and A. Rubin, 2006, Corporate social responsibility as a conflict between shareholders, Working paper, University of Texas.
- Bauer, R., N. Gunster and R. Otten, 2004, *Journal of Asset Management* 5 (2), 91–104.
- Bauer, R., K. Koedijk and R. Otten, 2005, International evidence on ethical mutual fund performance and investment style, *Journal of Banking and Finance* 29, 1751–1767.
- Bollen, N., 2007, Mutual fund attributes and investor behaviour, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 42, 683–708.
- Cumming, D. and S. Johan, 2008, Socially responsible institutional investment in private equity, *Journal of Business Ethics* (forthcoming).

- De gearriveerde toekomst, 2007, Nederlandse pensioenfondsen en de praktijk van verantwoord beleggen.
- Derwall, J., N. Gunster, R. Bauer and K. Koedijk, 2005a, The economic value of corporate eco-efficiency, Working paper, Maastricht University.
- Derwall, J., N. Gunster, R. Bauer and K. Koedijk, 2005b, The eco-efficiency premium puzzle, *Financial Analyst Journal* 61 (2), 51–63.
- Derwall, J., K. Koedijk, 2008, Socially responsible fixed-income funds, forthcoming.
- Edmans, A., 2008, Does the stock market fully value intangibles? Employee satisfaction and equity prices, Working paper, Wharton School, University of Pennsylvania.
- Eurosif, 2006, European SRI study.
- Geczy, C.C., R.F. Stambaugh, and D. Levin, 2005, Investing in socially responsible mutual funds, Working paper, Wharton School, University of Pennsylvania.
- Gompers, P. A., J.L. Ishii and A. Metrick, 2003, Corporate governance and equity prices, *The Quarterly Journal of Economics* 118, 107–155.
- Guay, T., J. Doh and G. Sinclair, 2004, Nongovernmental organizations, shareholder activism and socially responsible investments: ethical, strategic and governance implications, *Journal of Business Ethics* 52, 125–139.
- Hamilton, S., H. Joe and M. Statman, 1993, Doing well while doing good? The investment performance of socially responsible mutual funds, *Financial Analysts Journal* 49 (6), 62–66.
- Heinkel, R., A. Kraus and J. Zechner, 2001, The effect of green investment of corporate behavior, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 35, 431–449.
- Hong, H. and M. Kacperczyk, 2008, The price of sin: the effects of social norms on markets, Working paper, Princeton University.
- Jaworski, W., 2007, Use of extra-financial information by research analysts and investment managers, ECCE report, Maastricht University.
- Jensen, M., 2001, Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function, *Journal of Applied Corporate Finance* 14 (3).
- Johnson, T. and O. Gjolberg, 2008, Ethical management of the Government Pension Fund – Global: an updated analysis, report Ministry of Finance.

- Kok, N., J. Quigley and P. Eichholtz, 2008, Doing well by doing good? Green office buildings, ECCE report, Maastricht University.
- Lundgren, T., 2007, On the economics of corporate social responsibility, Sustainable Investment Research Platform Working Papers.
- Lundgren, T. and R. Olsson, 2008, How bad is bad news? Assessing the effects of environmental incidents on firm value, Sustainable Investment Research Platform Working Papers.
- Metrick, A. and A. Yasuda, 2007, The economics of private equity funds, Working paper Wharton School, University of Pennsylvania.
- Nilsson, H., G. Cunningham and L. Hassel, 2008, A study of the provision of environmental information in financial analysts' research reports, *Sustainable Development* 16, 180–194.
- Olsson, R., (2007), Portfolio performance and environmental risk, Sustainable Investment Research Platform Working Papers.
- Porter, M., and M. Kramer, 2006, Strategy and society: the link between competitive advantage and corporate social responsibility, *Harvard Business Review*, 1–14.
- Renneboog, L., J. Ter Horst and C. Zhang, 2006, Is ethical money financially smart? The impact of non-financial investment attributes, centerDP, Tilburg University.
- Renneboog, L., J. Ter Horst and C. Zhang, 2008a, The price of ethics and stakeholder governance: The performance of socially responsible mutual funds, *Journal of Corporate Finance* 14, 302–328.
- Renneboog, L., J. Ter Horst and C. Zhang, 2008b, Socially responsible investments: institutional aspects, performance and investor behavior, *Journal of Banking and Finance* (forthcoming).
- Robeco, 2007, Responsible investment in sustainable private equity. A Case study.
- Semenova, N., and L. Hassel, 2008, Financial outcomes of environmental risk and opportunity for U.S. Companies, *Sustainable Development* 16, 195–212.
- Sirri, E. and P. Tufano, 1998, Costly search and mutual fund flows, *Journal of Finance* 53, 1589–1622.
- Social Investment Forum (SIF), 2005, Report on socially responsible investing trends in the United States.

- Sparkes, R., 2002, Socially responsible investment: a global revolution, John Wiley & Sons.
- Sparkes, R. and C.J. Cowton, 2004, The maturing of socially responsible investment: a review of the developing link with corporate social responsibility, *Journal of Business Ethics* 52, 45–57.
- Statman, M., 2000, Socially responsible mutual funds, *Financial Analysts Journal* 56 (3), 30–39.
- Statman, M., 2007a, Socially responsible investments, *The Journal of Investment Consulting*, 8, 17–37.
- Statman, M., 2007b, The expressive nature of socially responsible investors, Working paper, Santa Clara University.
- Statman, M., 2007c, Socially responsible investors and their advisors, Working paper, Santa Clara University.
- Statman, M. and Glushkov, 2008, The wages of social responsibility, Working paper, Santa Clara University.
- Tirole, J., 2001, Corporate governance, *Econometrica* 69, 1–35.
- Zingales, L., 2000, In search of new foundations, *Journal of Finance* 55, 1623–1652.

AP-fondernas inverkan på portföljbolagens arbete med etik och miljö

*Emma Sjöström
SuRe: Sustainability Research Group
Handelshögskolan i Stockholm*

Bakgrund

Denna studie utgör underlag till den av Finansdepartementet utsedda kommitté som utreder AP-fondernas arbete med etik och miljö (Fi 2007:13).

Syftet med studien är att undersöka vilken inverkan AP-fonderna har haft på svenska portföljbolags arbete med miljö och socialt ansvar (CSR) sedan riktlinjerna om sådant arbete infördes år 2001 (se Direktiv 2007:160).

Studien är baserad på intervjuer med företrädare för tio svenska börsnoterade bolag. Bolagen valdes ut genom att först tillfråga AP-fonderna vilka bolag de har träffat över åren, och sedan identifiera bolag som så många AP-fonder som möjligt hade haft kontakt med. Följande bolag har intervjuats: AtlasCopco, Clas Ohlson, Ericsson, Hennes & Mauritz, Hemtex, Lundin Petroleum, Sandvik, SCA, Securitas och TeliaSonera. I samtliga fall har den person som AP-fonderna typiskt sett träffar angående etik och miljö intervjuats, vilket oftast varit en person med särskilt CSR-ansvar men i vissa fall Investor Relations.

När bolagen i den här studien refererat till AP-fonderna har de avsett AP1, AP2, AP3 och/eller AP4. AP7 har begränsad kontakt med svenska bolag, och lägger istället fokus på utländska placeringar.

Portföljbolagens syn på interaktionen med AP-fonderna

AP-fonderna initierar möten med de bolag de vill träffa ungefär en gång per år. Endast ett par bolag i den här studien har kontaktats av alla fyra AP-fonderna medan övriga har träffat två eller tre av dem. I några fall har man bara haft några enstaka möten med fonderna över åren medan flera bolag har träffat AP-fonder återkommande. Mötena sker typiskt sett på AP-fondernas initiativ och då i personliga möten på bolagets kontor. Mejl- och telefonkontakt kan förekomma mellan mötena. Ett av bolagen har dessutom bjudit in till intressentdialoger, där bland andra några av AP-fonderna har deltagit. I några få fall har AP-fonder även besökt bolags produktionssajter (exempelvis i Kina), något som tycks vara en ny företeelse bland AP-fonderna såväl som andra etik- och miljöorienterade investerare. Men de personliga mötena på portföljbolagens kontor består alltså som den huvudsakliga kontaktytan för samtal.

I allmänhet är det företagets CSR-ansvarige som blir kontaktad av AP-fonderna (och som kan tillhöra olika avdelningar i olika bolag, såsom human resources eller kommunikation), och eventuellt Investor Relations. Det tycks i det flesta fall finnas en etablerad kommunikation mellan CSR- och IR-funktionerna inom bolagen, och i mötena kan CSR och/eller IR delta, samt exempelvis VD eller andra personer som har relevans för det som mötet ska behandla. Om det snarare är bolagsstyrning ("corporate governance") som ska avhandlas är det Investor Relations som kontaktas. CSR och bolagsstyrning behandlas i princip som separata frågor både av investerare och av bolagen. Från AP-fondernas sida är det någon som har till speciell uppgift att arbeta med etik- och miljöanalys som kontaktar bolagen, snarare än en konventionell analytiker eller förvaltare.

Utöver AP-fonderna blir bolagen kontaktade av "SRI-fonder" (såsom Banco, Folksam och Swedbank Robur) samt etikanalytiker. En del bolag nämner enbart svenska exempel, andra påtalar att även utländska aktörer hör av sig.

Anledningen till att AP-fonderna tar kontakt angående etik och miljö är (enligt bolagens uppfattning) att de vill informera sig om hur bolaget jobbar med frågorna, och att både styrka och komplettera det som står i hållbarhetsredovisningen. I mötena med portföljbolagen frågar AP-fonderna exempelvis om riskanalyser och system för att hantera risker, hur uppförandekoden implementeras

och följs upp, vad bolaget har för mål för olika miljö- och sociala frågor och vad de gör för att uppnå dem. Ibland kan AP-fonderna också ta kontakt för att följa upp något som uppmärksammats i media, såsom kritik för bristande arbetsvillkor i ett visst land, etc.

AP-fondernas inverkan

I de flesta fall kommer inte AP-fonderna med konkreta uppmaningar till bolagen, utom i några fall där de haft tydliga önskemål kring rapportering. De flesta bolag kan inte heller ge något exempel på där AP-fonderna skulle ha haft en inverkan på deras arbete med etik och miljö, utom i några fall där det påverkat just informationsgivningen.

Ett bolag menar dock att kontakterna inte bara handlat om att AP-fonderna vill uppdatera sig om bolagets arbete eller verka för en utökad rapportering, utan att ”många SRI-fonder har under de senaste åren haft synpunkter på vårt arbete gällande vårt sätt att ställa krav och följa upp tillverkningsförhållandena hos våra leverantörer” och att en AP-fond gett konkreta råd och förslag på hur de tyckte att bolaget skulle gå vidare med sitt arbete. Samtidigt menar bolaget att deras arbete med frågorna ändå inte kan härröras direkt från AP-fonderna, utan fondernas synpunkter kan ses om en del i det allmänna fokus kring företaget i samband med publik kritik gällande leverantörsförhållanden (initierat av en Swedwatch-rapport), vilket möjligen kan ha bidragit till att det redan påbörjade arbetet påskyndades. Även i andra fall där företag varit föremål för publik kritik gällande CSR-relaterade frågor så har AP-fonderna och andra investerare inte spelat en avgörande (om ens någon) roll för hur företaget adresserat eller arbetat vidare med saken, enligt bolagens egen uppfattning.

Portföljbolagen menar att samtalen med AP-fonderna främst är till nytta för att bekräfta att företaget gör rätt; att de är på rätt väg, och att man uppfattar vad förväntningarna är på bolaget och vilka frågor som är viktiga, snarare än att det påverkar det operationella arbetet i sig. Några nämner att de får värdefull input av AP-fonderna och främst då kring hur de ska rapportera. De allra flesta uppskattar mötena. En respondent, som anser att en AP-fond (hittills) mest är reaktiv på mediahändelser utan att bygga mötena på egen analys, menar dock att de inte får ut så mycket av kontakterna med fonden.

De flesta bolag svarar att AP-fonderna inte är en pådrivande kraft för deras arbete med miljö och socialt ansvar, eller att det är det i viss mån men då på ett mer indirekt sätt, dvs. att visa intresse på sätt och vis är att sätta press, eller att man förstår att det finns ägarkrav även om man ändå ligger över ribban för dessa krav. Ett bolag svarar att "vi började jobba med CSR utan AP-fonderna, men våra kontakter med dem markerar att det är viktigt, och jag ger feedback från mötena med dem till vår VD, som ju är beslutsfattare nummer ett".

Flera bolag menar att vissa ägare påverkar mer än just AP-fonderna. Bland dessa pekar någon ut utländska investerare som mer pådrivande än svenska, men det tycks även finnas svenska SRI-fonder som är mer progressiva än AP-fonderna.

Även om inte AP-fonderna har en framträdande roll för bolagens CSR-arbete så uppfattas investerarkåren i gemen som en viktig intressent. Ett bolag påpekar att investerares intresse spänner över hela verksamheten, till skillnad från andra grupper, vilket gör dem till förhållandevis viktiga intressenter. Ett bolag menar att av företagets intressenter så har SRI-fonder och vissa NGOs mest påverkan eftersom de arbetar i symbios med media därmed blir starkt opinionsbildande (AP-fonderna använder dock inte media, utan här syftades främst på andra fonder). Ett par företag nämner kunder och anställda som åtminstone lika viktiga intressenter som investerare för CSR.

När det gäller AP-fonderna som samtalspartner så tycker de flesta att kontakterna är bra och att AP-fonderna är bra pålästa. Det är en bra dialog, och samtalen upplevs inte som konfliktmöten. Någon menar dock att trots att kontakterna är goda och att AP-fonderna visar god förståelse för verksamheten, så saknar mötena stuns; mötena är lite för snälla. AP-fonderna skulle kunna utmana och ifrågasätta mer.

På frågan om investerare ger extra legitimitet åt CSR-frågor internt i bolaget håller alla med. Ett företag säger t.ex. att "Jag tycker absolut att det hjälper i arbetet att få den resterande delen i företaget att förstå viktigheten och nödvändigheten i att arbeta med de här frågorna." En annan säger att "Visst underlättar det om det kommer tunga externa aktörer som tar upp frågorna."

På frågan om bolagen lyssnar olika mycket på olika ägare svarar de flesta att man värderar alla ägare lika mycket och försöker lyssna lika mycket på alla. Några påpekar att man kan ha en mer intressant dialog ju mer kunniga en ägare är och att vissa väljer att ta en mer

proaktiv roll. Ett bolag menar att SRI-fonder ju har mycket kunskap i frågorna och att man därför har störst dialog med dem kring just CSR, samtidigt som alla ägare är lika viktiga på ett principiellt plan.

Även om AP-fonderna besitter kunskaper kring CSR och har åsikter så tycker inte bolagen att de spelar en roll som konsulter. Några företag menar att de själva söker en dialog där de också vill lära sig saker, och ett par bolag nämner att de skickat en rapport eller liknande för utlåtande, men ingen menar ändå att AP-fonderna spelar en ren konsultroll. Det handlar om avstämning snarare än samarbete.

Möjligheter till förbättring

De flesta uppger att de inte upplever något som problematiskt i kontakterna med AP-fonderna, med två undantag. Ett bolag menar att AP-fonderna inte alltid förstår att bolaget är för litet för att kunna lägga samma resurser på att ta fram hållbarhetsredovisning osv som stora koncerner i samma bransch. Förväntningarna på hur mycket pappersarbete man kan ägna sig åt är med andra ord för höga. Ett annat bolag menar att ett konsultbolag (GES) på senaste tiden tycks ha ersatt kontakterna med AP-fonderna och man skulle hellre gå tillbaka till de kontakter man hade tidigare. Detta är förmodligen sprunget ur att ett flertal AP-fonder använder GES för att göra en första genomlysning på vilket man baserar sitt egna fortsatta arbete, men detta tycks inte klart kommunicerat till portföljbolagen som åtminstone i något fall upplever det som att GES ersatt fondernas kontakter med bolagen.

När bolagen tillfrågades om de hade förslag på hur dialogerna med AP-fonderna skulle kunna bli mer konstruktiva framkom ett flertal önskemål. Ett bolag efterlyser mer jämförande information, som ett slags "best practice", tex att en AP-fond skulle kunna säga att "bolaget ABC gör så här och det tycker vi är bra". Ett bolag vill att AP-fonderna ska vara tydligare med sina krav och förväntningar på bolaget, vilket vissa andra ägare tydligen är. Ett annat bolag framför att det skulle vara bra om även fondförvaltarna blev involverade så att det finns en brygga över till deras arbete. Detta liknar en kommentar från ett annat bolag som menar att det inte är bra om CSR blir frikopplat från det finansiella perspektivet och inte heller tvärtom. Ett bolag tycker att det är oklart vem som är

kontaktpunkten, t.ex. om AP-fonderna för varandras talan så att det egentligen räcker att tala med en av dem. Dessutom efterlyser ett par bolag dokumentation och återkoppling. Flera bolag menar att de inte får någon återkoppling efter mötena, det varierar dock i vilken utsträckning detta uppfattas som ett problem.

Alla intervjuade bolag verkar tycka att samverkan mellan AP-fonderna på det nationella planet angående CSR är ett bra förslag. Någon menar att AP-fonderna säkert skulle bli "vassare" då, och någon menar att man blir bättre ju mer man delar med sig, och att CSR inte är en konkurrensskyddad fråga i företagssfären (där man däremot ofta har rundabordssamtal och andra gemensamma forum) så det borde inte heller vara det för finansaktörer.

Slutsatser om AP-fondernas inverkan på portföljbolagen

Studien visar att AP-fonderna har en marginell direkt påverkan på portföljbolagens arbete med etik och miljö. Inget bolag kunde ge ett exempel på att AP-fonderna påverkat bolaget att arbeta annorlunda eller mer med frågorna. Däremot upplever en del bolag att AP-fonderna har en påtaglig inverkan på informationsgivningen, exempelvis på vilket sätt man anger mål för olika aspekter av sitt CSR-arbete samt att vara mer transparent i sin hållbarhetsrapport. Betydelsen av detta ska inte underskattas, då uppföljning och transparens är ett nödvändigt led i ett konstruktivt hållbarhetsarbete, samtidigt som det är anmärkningsvärt att så lite av synpunkterna tycks gälla det mer konkreta arbetet. Det kan möjligen vara en mognadsfråga där många bolag ännu är i en fas av att bygga upp en adekvat rapportering vilket senare kan komma att bli etablerat och mer fokus från investerare kan då istället läggas på det bakomliggande arbetet.

Studien visar samtidigt att trots att AP-fonderna har en marginell direkt inverkan på portföljbolagens arbete med etik och miljö så kan de ha en betydande indirekt påverkan, inte minst genom att förstärka det omvärldstryck som finns på bolagen att arbeta aktivt med etik och miljö. Viktigast av allt är troligen att AP-fonderna tillsammans med andra investerare ger tyngd åt frågorna internt i bolagen, vilket kan bidra till att CSR kan komma att spela en mer central och strategisk roll i bolaget än det annars skulle ha gjort.

Rekommendationer till AP-fonderna och till kommittén

Rekommendationer till AP-fonderna:

- Om AP-fonderna vill ha en större direkt inverkan på portföljbolagens arbete med etik och miljö så bör man utvidga fokus från transparens till att också utmana företagen att sätta högre mål för sitt arbete eller att adressera nya frågor (såsom vattenfrågor om det inte varit på agendan tidigare, osv) och på andra sätt se på sin roll inte bara som informationsinhämtare och analytiker utan även som en aktiv part i att stimulera arbetet.
- Om AP-fonderna vill ha en större inverkan på portföljbolagens arbete med etik och miljö så bör man tillsätta resurser till att träffa fler bolag. AP-fonderna träffar en handfull företag per år trots att deras portföljer oftast är betydligt större. Man bör även överväga, i den mån de omfattas av portföljen, att träffa mindre bolag och mindre erfarna bolag, då dessa sannolikt har störst utväxling av AP-fondernas synpunkter, och då AP-fonderna kan få mest utväxling på sitt engagemang.
- Om AP-fonderna vill ha en större inverkan på portföljbolagens arbete med etik och miljö så bör man söka involvera fondförvaltarna i att ta upp CSR-frågor i sina möten med bolagen i en större utsträckning. Det skulle dels kunna ge mer tyngd till frågorna men även sätta CSR i ett strategiskt och affärsdrivande sammanhang på ett tydligare sätt.
- Om AP-fonderna vill ha en större inverkan på portföljbolagens arbete med etik och miljö så bör återkoppling ges till bolagen i större utsträckning än idag.

Rekommendationer till Kommittén:

- Om ett syfte med kravet att AP-fonderna skall ta hänsyn till miljö och etik i sina placeringar är att AP-fonderna ska vara ett led i att förbättra företags arbete med miljö och etik så bör kravet fortlöpa, då AP-fonderna tydligtvis har en inverkan på portföljbolagens arbete, om än oftast indirekt eller övergripande.

- För ökad effektivitet och inverkan på portföljbolagen i fråga om miljö och etik bör AP-fonderna ges möjlighet att samverka kring CSR på det nationella planet, på liknande vis som nu sker genom Etiska Rådet för utländska placeringar.

Statens offentliga utredningar 2008

Kronologisk förteckning

1. Barlastvattenkonventionen – om Sveriges anslutning. N.
2. Immunitet för stater och deras egendom. UD.
3. Skyddet för den personliga integriteten. Bedömningar och förslag. Ju.
4. Omreglering av apoteksmarknaden. S.
5. Könsdiskriminerande reklam. Kränkande utformning av kommersiella meddelanden. IJ.
6. Fastighetsmäklaren och konsumenten. Ju.
7. Världsklass! Åtgärdsplan för den kliniska forskningen. U.
8. Bidrag på lika villkor. U.
9. Transportinspektionen. En myndighet för all trafik. + Bilagor. N.
10. 21+1→2. En ny myndighet för tillsyn och effektivitetsgranskning av socialförsäkringen. S.
11. Frihet för studenter – om hur kår- och nationsobligatoriet kan avskaffas. U.
12. Finansiella sektorn bär frukt. Analys av finansiella sektorn ur ett svenskt perspektiv. Fi.
13. Bättre kontakt via nätet – om anslutning av förnybar elproduktion. + Annex: Grid issues for electricity production based on renewable energy sources in Spain, Portugal, Germany, and United Kingdom. N.
14. Timmar, kapital och teknologi – vad betyder mest? En analys av produktivitetens utvecklingen med hjälp av tillväxtbokföring. Fi.
15. LOV att välja – Lag Om Valfrihetssystem. S.
16. Förtursförklaring i domstol. Ju.
17. Frivux – valfrihet i vuxenutbildningen. U.
18. Evidensbaserad praktik inom social tjänsten – till nytta för brukaren. S.
19. Att slutförvara långlivat farligt avfall i undermarksdeponi i berg. M.
20. Patentskydd för biotekniska uppfinningar. Ju.
21. Permanent förändring. Globalisering, strukturomvandling och sysselsättningsdynamik. Fi.
22. Ett stabbsstöd i tiden. Fi.
23. Konsulär katastrofinsats. UD.
24. Svensk klimatpolitik. M.
25. Ett energieffektivare Sverige + Bilaga. N.
26. Värna språken – förslag till språklag. Ku.
27. Framtidsvägen – en reformerad gymnasieskola + Bilagedel. U.
28. Apoteksdatalagen. S.
29. Yrkeshögskolan. För yrkeskunnande i förändring. U.
30. Forskningsfinansiering – kvalitet och relevans. U.
31. Miljödomstolarna – domkretsar – lokalisering – handläggningsregler. M.
32. Avskaffande av revisionsplikten för små företag. Ju.
33. Detaljhandel med vissa receptfria läkemedel. S.
34. Lättare att samverka – förslag om förändringar i samtjänstlagen. Fi.
35. Digital-TV-övergången. + Engelsk översättning. Ku.
36. Svenska Spels nätpoker. En utvärdering. Fi.
37. Vårdval i Sverige. S.
38. EU, allmännyttan och hyrorna. + Bilagor. Fi.
39. Framtidens polisutbildning. Ju.
40. Bredband till hela landet. N.
41. Människohandel och barnäktenskap – ett förstärkt straffrättsligt skydd + bilaga. Ju.
42. Normgivningsmakten. Expertgruppsrapport Ju.

43. Tre rapporter till Grundlagsutredningen. Ju.
44. Transportinspektionen.
Ansvarslag för vägtrafiken m.m. N.
45. Rapporter från en mr-verkstad. IJ.
46. Handel med läkemedel för djur. S.
47. Frågor om hyra och bostadsrätt. Ju.
48. En utvecklad havsmiljöförvaltning. M.
49. Aktiekapital i privata aktiebolag. Ju.
50. Skyddet för samhällsviktig verksamhet. Fö.
51. Värdigt liv i äldreomsorgen. S.
52. Legitimation och skärpta behörighetsregler. U.
53. Styra rätt! Förslag om Sjöfartsverkets organisation. N.
54. Obligatorisk arbetslöshetsförsäkring. A.
55. Kustbevakningens rättsliga befogenheter. Fö.
56. Mångfald som möjlighet. Åtgärder för ökad integration på landsbygden. Jo.
57. Skattelättnader för hushållstjänster. Fi.
58. Egenansvar – med professionellt stöd. IJ.
59. Föreningsfostran och tävlingsfostran.
En utvärdering av statens stöd till idrotten. Ku.
60. Personnummer och samordningsnummer. Fi.
61. Krisberedskapen i grundlagen.
Översyn och internationell utblick.
Expertgruppsrapport Ju.
62. Myndighet för miljön
– en granskning av Naturvårdsverket. M.
63. Förstärkt skydd för företagshemligheter. Ju.
64. Kontinuitet och förändring. + Lättläst + Daisy. Ku.
65. Sekretess och offentliga biträden i utlänningsärenden. Ju.
66. Arbetsförmåga?
En översikt av bedömningsmetoder i Sverige och andra länder. S.
67. Enklare redovisning. Ju.
68. Bygg – helt enkelt! M.
69. Välja fritt och välja rätt. Drivkrafter för rationella utbildningsval. Fi.
70. Slutförvaring av kärnavfall. Kärnavfallsrådets yttrande över SKB:s Fud-program 2007. M.
71. Uppföljning av kriminalvårdens effektiviseringsarbete. Ju.
72. Effektivare signaler. N.
73. Kemikalietillsyn
– organisation och finansiering. M.
74. Rätt och riktigt. Åtgärder mot felaktiga utbetalningar från välfärdssystemen. Fi.
75. Ägande och förvaltning av hyreshus. Ju.
76. F-skatt åt flera. Fi.
77. Möjlighet att leva som andra. Ny lag om stöd och service för vissa personer med funktionsnedsättning. + Bilagor + Lättläst + Daisy. S.
78. Eftersök av trafikskadat vilt. En kostnad för trafikförsäkringen? S.
79. Revisorers skadeståndsansvar. Ju.
80. Beskattningsstidpunkten för näringsverksamhet. Fi.
81. Stalkning – ett allvarligt brott. Ju.
82. Vägen tillbaka för överskuldsetta. Ju.
83. Avgifter inom arbetslöshetsförsäkringen. A.
84. Alkolås för rattfyllerister och körkortspröv i privat regi. N.
85. Straff i proportion till brottets allvar. Ju.
86. Prövning av vindkraft. M.
87. Åklagarväsendets brottsbekämpning.
Integritet – Effektivitet. Ju.
88. Elektroniskt kungörande av författningar. Ju.
89. Trygghetssystemen för företagare. N.
90. Svensk export och internationalisering.
Utveckling, utmaningar, företagsklimat och främjande. UD.
91. En svensk veteranpolitik, del 2.
Ansaret för personalen före, under och efter internationella militära insatser. Fö.
92. Konkurrens på spåret. N.
93. Partsinsyn och ny teknik i domstol, m.m. Ju.
94. Tillval i hyresrätt. Ju.
95. Enklare semesterregler. A.
96. Kommersiell radio
– nya sändningsmöjligheter. Ku.
97. Styr samverkan
– för bättre service till medborgarna. Fi.
98. Totalförsvarsplikten i framtiden. Fö.
99. Nya ersättningsbestämmelser i expropriationslagen, m.m. Ju.

100. Bidragsspärr. Fi.
101. Ny inriktning av frivillig beredskapsverksamhet. Fö.
102. Brist på brådska
– en översyn av aktivitetsersättningen.
+ Lättläst + Daisy. S.
103. Hur ska skogspolitiken genomföras på Gotland. Jo.
104. Självständiga lärosäten. U.
105. Långtidsutredningen 2008.
Huvudbetänkande. Fi.
106. Ökat förtroende för domstolarna.
Strategier och förslag.
+ Bilagedel A – Enkätundersökningar.
+ Bilagedel B – Språkrapporter m.m. Ju.
107. Etiken, miljön och pensionerna. Fi.

Statens offentliga utredningar 2008

Systematisk förteckning

Justitiedepartementet

Skyddet för den personliga integriteten.
Bedömningar och förslag. [3]
Fastighetsmäklaren och konsumenten. [6]
Förtursförklaring i domstol. [16]
Patentskydd för biotekniska uppfinningar.
[20]
Avskaffande av revisionsplikten för små
företag. [32]
Framtidens polisutbildning. [39]
Människohandel och barnäktenskap – ett för-
stärkt straffrättsligt skydd+ bilaga. [41]
Normgivningsmakten.
Expertgruppsrapport XI. [42]
Tre rapporter till Grundlagsutredningen. [43]
Frågor om hyra och bostadsrätt. [47]
Aktiekapital i privata aktiebolag. [49]
Krisberedskapen i grundlagen.
Översyn och internationell utblick.
Expertgruppsrapport. [61]
Förstärkt skydd för företagsshemligheter. [63]
Sekretess och offentliga biträden i utlännings-
ärenden. [65]
Enklare redovisning. [67]
Uppföljning av kriminalvårdens effektiviser-
ingsarbete. [71]
Ägande och förvaltning av hyreshus. [75]
Revisorers skadeståndsansvar. [79]
Stalkning – ett allvarligt brott. [81]
Vägen tillbaka för överskuldsetta. [82]
Straff i proportion till brottets allvar. [85]
Åklagarväsendets brottsbekämpning.
Integritet – Effektivitet. [87]
Elektroniskt kungörande av författningar. [88]
Partsinsyn och ny teknik i domstol, m.m. [93]
Tillval i hyresrätt. [94]
Nya ersättningsbestämmelser i expropriations-
lagen, m.m. [99]
Ökat förtroende för domstolarna.
Strategier och förslag.

+ Bilagedel A – Enkätundersökningar.
+ Bilagedel B – Språkrapporter m.m. Ju.

Utrikesdepartementet

Immunitet för stater och deras egendom. [2]
Konsulär katastrofinsats. [23]
Svensk export och internationalisering.
Utveckling, utmaningar, företagsklimat
och främjande. [90]

Försvarsdepartementet

Skyddet för samhällsviktig verksamhet. [50]
Kustbevakningens rättsliga befogenheter. [55]
En svensk veteranpolitik, del 2.
Ansvar för personalen före, under och
efter internationella militära insatser. [91]
Totalförsvarsplikten i framtiden. [98]
Ny inriktning av frivillig beredskaps-
verksamhet. [101]

Socialdepartementet

Omreglering av apoteksmarknaden. [4]
21+1→2. En ny myndighet för tillsyn
och effektivitetsgranskning av social-
försäkringen. [10].
LOV att välja – Lag Om Valfrihetssystem. [15]
Evidensbaserad praktik inom socialtjänsten
– till nytta för brukaren. [18]
Apoteksdatalagen. [28]
Detaljhandel med vissa receptfria läkemedel.
[33]
Vårdval i Sverige. [37]
Handel med läkemedel för djur. [46]
Värdigt liv i äldreomsorgen. [51]
Arbetsförmåga?
En översikt av bedömningsmetoder i
Sverige och andra länder. [66]
Möjlighet att leva som andra. Ny lag om stöd
och service för vissa personer med
funktionsnedsättning. + Bilagor + Lättläst
+ Daisy. [77]

Eftersök av trafikskadat vilt. En kostnad för trafikförsäkringen. [78]
Brist på brådska
– en översyn av aktivitetsersättningen.
+ Lättläst + Daisy. [102]

Finansdepartementet

Finansiella sektorn bär frukt.
Analys av finansiella sektorn ur ett svenskt perspektiv. [12]
Timmar, kapital och teknologi
– vad betyder mest?
En analys av produktivitetsutvecklingen med hjälp av tillväxtbokföring. [14]
Permanent förändring.
Globalisering, strukturomvandling och sysselsättningsdynamik. [21]
Ett stabsstöd i tiden. [22]
Lättare att samverka
– förslag om förändringar i samtjänstlagen. [34]
Svenska Spels nätpoker. En utvärdering. [36]
EU, allmännyttan och hyrorna.
+ Bilagor. [38]
Skattelättnader för hushållstjänster. [57]
Personnummer och samordningsnummer. [60]
Välja fritt och välja rätt. Drivkrafter för rationella utbildningsval. [69]
Rätt och riktigt. Åtgärder mot felaktiga utbetalningar från välfärdssystemen. [74]
F-skatt åt flera. [76]
Beskattningsstidpunkten för näringsverksamhet. [80]
Styr samverkan
– för bättre service till medborgarna. [97]
Bidragsspär. [100]
Långtidsutredningen 2008. Huvudbetänkande. [105]
Etiken, miljön och pensionerna. [107]

Utbildningsdepartementet

Världsklass! Åtgärdsplan för den kliniska forskningen. [7]
Bidrag på lika villkor. [8]
Frihet för studenter – om hur kär- och nationsobligatoriet kan avskaffas. [11]
Frivux – valfrihet i vuxenutbildningen. [17]
Framtidsvägen – en reformerad gymnasieskola + Bilagedel. [27]
Yrkeshögskolan. För yrkeskunnande i förändring. [29]

Forskningsfinansiering – kvalitet och relevans. [30]
Legitimation och skärpta behörighetsregler. [52]
Självständiga lärosäten. [104]

Jordbruksdepartementet

Mångfald som möjlighet. Åtgärder för ökad integration på landsbygden. [56]
Hur ska skogspolitiken genomföras på Gotland. [103]

Miljödepartementet

Att slutförvara långlivat farligt avfall i undermarksdeponi i berg. [19]
Svensk klimatpolitik. [24]
Miljödomstolarna – domkretsar – lokalisering – handläggningsregler. [31]
En utvecklad havsmiljöförvaltning. [48]
Myndighet för miljön
– en granskning av Naturvårdsverket. [62]
Bygg – helt enkelt! [68]
Slutförvaring av kärnavfall. Kärnavfallsrådets yttrande över SKB:s Fud-program 2007. [70]
Kemikalietillsyn
– organisation och finansiering. [73]
Prövning av vindkraft. [86]

Näringsdepartementet

Barlastvattenkonventionen – om Sveriges anslutning. [1]
Transportinspektionen. En myndighet för all trafik. + Bilagor. [9]
Bättre kontakt via nätet – om anslutning av förnybar elproduktion.
+ Annex: Grid issues for electricity production based on renewable energy sources in Spain, Portugal, Germany, and United Kingdom. [13]
Ett energieffektivare Sverige + Bilaga. [25]
Bredband till hela landet. [40]
Transportinspektionen. Ansvarslag för vägtrafiken m.m. [44]
Styra rätt! Förslag om Sjöfartsverkets organisation. [53]
Effektivare signaler. [72]
Alkolås för rattfyllerister och körkortspröv i privat regi. [84]
Trygghetssystemen för företagare. [89]
Konkurrens på spåret. [92]

Integrations- och jämställdhetsdepartementet

Könsdiskriminerande reklam.

Kränkande utformning av kommersiella meddelanden. [5]

Rapporter från en mr-verkstad. [45]

Egenansvar – med professionellt stöd. [58]

Kulturdepartementet

Värna språken – förslag till språklag. [26]

Digital-TV-övergången.

+ Engelsk översättning. [35]

Föreningsfostran och tävlingsfostran.

En utvärdering av statens stöd till idrotten. [59]

Kontinuitet och förändring. + Lättläst +

Daisy. [64]

Kommersiell radio

– nya sändningsmöjligheter. [96]

Arbetsmarknadsdepartementet

Obligatorisk arbetslöshetsförsäkring. [54]

Avgifter inom arbetslöshetsförsäkringen. [83]

Enklare semesterregler. [95]