

Södertörns högskola | Institutionen för Företagsekonomi  
Kandidatuppsats 15 hp | Ekonomi, teknik och design | VT 2015

# Implementering av ESG- kriterier i investeringspraxis

– en studie om venture capital-företag i Sverige

Av: Helena Frykberg och Helena Norrelyn  
Handledare: Maria Smolander

## ***Sammanfattning***

**Titel:** Implementering av ESG-kriterier i investeringspraxis – en studie om venture capital-företag i Sverige

**Författare:** Helena Frykberg och Helena Norrelyn

**Handledare:** Maria Smolander

**Ämne:** Företagsekonomi – Kandidatuppsats inom finansiering

**Syfte:** Syftet med studien är att undersöka på vilket sätt riskkapitalister implementerar ESG-frågor internt samt före investeringsbeslut och under investeringsperioden.

### **Teoretisk**

**perspektiv:** Den teoretiska referensramen utgörs av tidigare studier som identifierar olika drivkrafter bakom arbete med ESG och presenterar ett antal olika strategier för implementering av ESG-frågor i investeringsprocessen.

**Metod:** Studien syftar till att ge förståelse av ett fenomen vilket innebär ett induktivt angreppssätt. Av den anledningen tillämpas en kvalitativ metod för datainsamlingen i form av semi-strukturerade intervjuer. Urvalet i denna studie består av venture capital-företag som var medlemmar i SVCA (Svenska Riskkapitalföreningen) under tiden för genomförande av undersökningen, år 2015.

**Empiri:** Empirin består av en presentation av den data som samlades in från elva intervjuer genomförda på elva investerare inom venture capital-sektorn.

**Slutsats:** Studien indikerar en *brist på skrivna policier gällande internt arbete med ESG-frågor* vilket kompenseras av tillämpning av ”oskrivna” riktlinjer. Implementering av ESG-frågor under *pre-investeringsfasen* domineras av *avståndstagande från investeringar i sektorer med negativ påverkan på samhället*. Under *post-investeringsfasen* integreras ESG-arbete i samband med *uppföljning av portföljbolagens verksamhet*, dock saknas ett standardiserat tillvägagångssätt.

**Nyckelord:** *SRI, ESG-kriterier, Venture Capital*

## ***Abstract***

**Title:** Implementation of ESG-issues in the investment practice - a study on venture capital companies in Sweden

**Authors:** Helena Frykberg and Helena Norrelyn

**Mentor:** Maria Smolander

**Subject:** Business economics – Bachelor Thesis in Finance

**Purpose:** The purpose of this study is to examine how venture capitalists implement ESG issues internally, as well as before the investment decision and during the investment period.

### **Theoretical**

**framework:** The theoretical framework consists of previous studies that identify different driving forces behind the work of the ESG and present a number of different strategies for implementing ESG issues in the investment process.

**Method:** This study aims at providing an understanding of a phenomenon which implies an inductive approach. This thesis applies a qualitative method of data collection in the form of semi-structured interviews. The sample in this study consists of venture capital companies that were members of the SVCA (Swedish Venture Capital Association) during the time of the survey, 2015.

**Result:** The empirical findings in this thesis consist of a presentation of the data that was generated from eleven interviews conducted with eleven different investors in the venture capital sector.

**Conclusion:** This study indicates a *lack of written policies regarding internal work with ESG-issues which were offset by the application of the "unwritten" policies*. Implementation of ESG-issues during the *pre-investment* phase was dominated by an *avoidance of investments in sectors which lead to a negative impact on society*. During the *post-investment* phase ESG-issues was integrated by *monitoring the portfolio companies' operations*. However, it was noted that monitoring lacked a standardized approach.

**Key words:** *SRI, ESG-kriterier, Venture Capital*

# Innehållsförteckning

<b>1</b>	<b>Introduktion</b>	1
1.1	Problembakgrund	1
1.2	Problemdiskussion	3
1.3	Problemformulering	5
1.4	Syfte	5
1.5	Avgränsningar	5
1.6	Disposition	6
1.7	Begreppsförklaring	6
<b>2</b>	<b>Teori</b>	8
2.1	<i>Teoretisk introduktion</i>	8
2.1.1	Strukturen av venture capital	8
2.1.2	Investeringsfaser inom venture capital	9
2.1.3	Investeringsprocess inom venture capital	10
2.1.4	ESG-kriterier som del av SRI	10
2.2	<i>Tidigare studier</i>	12
2.2.1	Drivkrafter för ESG (Graaf & Slager, 2009)	12
2.2.2	Strategier för SRI (Schueth, 2003)	12
2.2.3	ESG-strategier (Blanc, Goldet & Hobeika, 2009) och (Wood & Hoff, 2007)	13
2.2.4	ESG-implementering i investeringsprocess (PWC & Waterman, 2014)	15
2.3	<i>Tillämpning av det teoretiska ramverket i studien</i>	16
<b>3</b>	<b>Metod</b>	18
3.1	Val av metod	18
3.2	Tillvägagångssätt	19
3.3	Metodkritik	20
3.4	Studiens trovärdighet	21
3.5	Källkritik	22
<b>4</b>	<b>Resultat</b>	24
4.1	Respondent 1	24
4.2	Respondent 2	25
4.3	Respondent 3	25
4.4	Respondent 4	26
4.5	Respondent 5	26
4.6	Respondent 6	27
4.7	Respondent 7	28
4.8	Respondent 8	28
4.9	Respondent 9	29
4.10	Respondent 10	29
4.11	Respondent 11	30
<b>5</b>	<b>Analys</b>	32
5.1	Övergripande synpunkt på ESG-kriterier och bakomliggande motiv	32
5.2	Internt arbete med ESG-frågor	33
5.3	Implementering av ESG-kriterier i pre-investeringsfas	35
5.4	Implementering av ESG-kriterier i post-investeringsfas	38
<b>6</b>	<b>Diskussion</b>	40
6.1	Avslutande diskussion	40
6.2	Implikationer	41
6.3	Rekommendationer	41

6.4 Metodkritik.....	42
<b>7 Slutsatser .....</b>	<b>43</b>
<b>8 Litterarureferenser.....</b>	<b>44</b>

## ***Figurförteckning***

Figur 1: Skillnaden mellan riskkapital, privat kapital och venture capital.....	8
Figur 2: Implementering av ESG-frågor i investeringsprocessen .....	16

# 1 Introduktion

---

*Inledningsvis diskuteras bakgrunden för behovet av en ansvarsfull investeringspraxis, följt av en introduktion av ESG-kriterier som begrepp. Vidare presenteras kopplingen mellan ESG-frågor och riskkapitalisters olika synsätt gällande ämnet, vilket utvecklas vidare i problemdiskussionen. Problemdiskussionen avslutas med en formulering av ett undersökningsproblem som ligger som grund till studiens syfte. Kapitlet avslutas med studiens avgränsningar, disposition av uppsatsen samt en lista med begreppsförklaring.*

---

## 1.1 Problembakgrund

*“Individuals everywhere are concerned about our country, the world, its people and the environment. For these and other reasons, more people are investing their money to get back more than just a monetary return on their investment. Many are investing to make a positive impact in our country and around the world as well as to feel that societal concerns should be made an important part of their investment focus.” (Chamberlain, 2013)*

Den rådande marknadsbaserade ekonomin har visat sig vara ett effektivt system för fördelning av knappa ekonomiska resurser (PRI). Den har även gett upphov till en växande samling sociala ojämlikheter, miljöpåverkan och negativa externa effekter. Under de senaste decennierna har även den explosionsartade ökningen av världens befolkning lett till omfattande miljömässiga och sociala förändringar vilket i sin tur medför stora konsekvenser för företagen (Niklasson & Coninck-Smith, 2010). Aktuella prognoser tyder på att befolkningen i hela världen skulle kunna öka till 7,7 miljarder människor år 2020.

Framtidsscenarioet kastar ljuset på behovet av fungerande miljömässiga och sociala skyddsmekanismer som ser till att företag bedriver en ansvarsfull verksamhet. Att ta hänsyn till miljö- och sociala faktorer har inom företag traditionellt sett betraktats som en kostnad och att existerande resurser är något som fritt kan utnyttjas (Dignan & McKittrick, 2004). På senare tid har ett nytt paradigm uppstått, med en allt större respekt för hållbara faktorer och där företag har ett nytt ansvarstagande sätt att interagera med samhället. Det nya synsättet har gett upphov till nya investeringskoncept - Socially Responsible Investment (SRI), eller ansvarsfulla investeringar, är en form av investering som snabbt vuxit sig större de senaste tio åren (Blanc, Goldet, & Hobeika, 2009). Idag finns det en heterogen grupp av SRI-anhängare som prioriterar tidsaktuella problem såsom klimatförändringar, föroreningar och ledande befattningshavares lön (Humphrey & Tan, 2013). Rörelsen kan inte längre betraktas som liten, nischad marknad med över 11 % av alla tillgångar som investeras ansvarsfullt. I SRI inkluderas så kallade utomfinansiära frågor (Blanc, Goldet, & Hobeika, 2009). Dessa brukar benämnas ESG-kriterier, en förkortning av Environmental-, Social- and Governance issues. Environmental issues, eller miljörelaterade frågor, omfattar bland annat förorening av naturen, ekoeffektivitet, avfallshantering, naturresursbrist och klimatförändring (PWC). Social issues innebär samhällsutvecklingsfrågor vilka handlar om att uppmärksamma arbetsvillkor och mänskliga

rättigheter samt rättvis behandling av anställda, kunder och samhället. Governance issues, företagsstyrningsfrågor, gäller hantering av miljömässiga och sociala ärenden samt frågor kopplade till mutor och korruption, affärsetik och transparens. Genom utvecklingen av SRI som koncept är grundidén konstant - att skapa långsiktiga hållbara investeringar. ESG-kriterier utgör viktiga faktorer i strävan att uppnå detta (Eurosif, 2008).

Trots att ESG är en del av SRI finns det en fundamental skillnad mellan dessa två begrepp. Den grundläggande skillnaden mellan ESG och SRI är motivation bakom arbetet med dessa två koncept (Probus Sigma, 2015). SRI-arbete drivs huvudsakligen av etiska motiv medan implementering av ESG-frågor drivs av ekonomiska skäl. Till skillnad från SRI, används ESG som ett verktyg som analyserar risker kopplade till hållbarhetsrelaterade frågor i syfte att identifiera lönsamma investeringsobjekt på långt sikt.

Trots positiva egenskaper har SRI mötts av kritik från traditionella investerings-managers och politiska aktivister som står fast vid idén om att finansiella vinster är de enda vinster som räknas (Eccles, 2010). Även om det finns data som säger motsatsen kvarstår intrycket att socialt ansvarsfulla investerare offrar finansiella vinster för moraliska aspekter (Adler & Kritzman 2008). I artikel ”The Cost of Socially Responsible Investing” diskuterar Adler och Kritzman vidare motivet bakom SRI och resonerar att om investerarens motivation till att föra en ansvarsfull investeringsstrategi bygger på strävan efter en ökad avkastning betraktas inte investeraren som ansvarstagande. Drivkraften grundar sig i tron om att ”bra” företag genererar i genomsnitt en högre avkastning än ”dåliga” företag. Artikelförfattarna argumenterar att det är viktigt att beräkna kostnaderna som socialt ansvarsfulla investeringar medför. Investeraren bör uppskatta om det är värt att begränsa sina investeringsval till ”bra” företag eller om det är bättre att investera utan några begränsningar för att sedan använda besparingarna till samhällsutvecklingen. Socialt ansvarsfulla investeringar, per definition, kräver att investerare undviker ”dåliga” företag även om dessa företag förväntas ge en högre avkastning än ”bra” företag. Artikelförfattarna menar att socialt ansvarsfulla investeringar medför en kostnad för investerare om bara ett enda ”dåligt” företag ger högre avkastning än ett ”bra” företag.

Förespråkare av SRI tillbakavisar kritiken genom att generera konkret fakta som visar att socialt ansvarstagande inom företag oundvikligt går hand i hand med övergripande positiva resultat. I en rapport från 2009 (Nidumolu, Prahalad, & Rangaswami, 2009) observeras liknande fenomen. Många företag är övertygade om att ökad miljövänlighet kommer att ha en negativ påverkan på konkurrenskraften eftersom det är kostsamt och inte genererar några direkta finansiella vinster. Företagsledarna beter sig som om de var tvungna att välja mellan de sociala fördelarna med att utveckla hållbara produkter eller processer och de finansiella kostnader det skulle medföra. Undersökningen som presenteras i rapporten visar att hållbarhet är en grundpelare inom teknologisk och organisatorisk innovation som genererar positiva finansiella resultat, både när det gäller bruttointäkter och nettovinster.

Hållbarhetsrelaterade frågor kan även studeras från ett annat perspektiv. I en rapport från World Commission on Environment and Development (1987) identifieras tre faktorer vilka



tillsammans utgör hållbarhet som begrepp (Barkemeyer et al., 2014). De tre faktorerna är miljömässiga (environmental), sociala (social) och ekonomiska (economic). Elkington (1997) utvecklade ett liknande koncept, "triple bottom line", vilket innebär människor (people), jorden (planet) och vinst (profit). Dessa koncept ligger till grund för företags policier kopplade till samhällsansvar eller Corporate social responsibility, förkortat CSR (Hopkins, 2007). I CSR inkluderas således endast två av de tre delarna i ESG: miljörelaterade (E) och sociala (S) frågor. Den tredje delen, företagsstyrning (G), är utesluten. Galbreath (2013) och Saltaji (2013) menar dock att hållbarhet och företagsstyrning inte kan behandlas separerat utan bör ses som ett helhetskoncept. ESG visar ett bredare spektrum av företags socialt ansvarsfulla beteende. Det är inte bara de klassiska komponenterna av CSR (miljörelaterade och sociala frågor) som behandlas, utan även företagsstyrning. En annan aspekt som skiljer dessa två begreppet åt är det faktum att arbete med CSR ligger väldigt nära marknadsföring och handlar om överlevnad på marknaden (CSR Guiden, 2015). CSR används som ett verktyg att bygga upp ett gott rykte genom att visa upp sitt ansvarstagande för kunderna och samhället. ESG fokuserar på den interna processen av analys av risker och möjligheter kopplade till hållbarhetsrelaterade frågor snarare än uppvisande av dessa aktiviteter till andra intressenter (Probus Sigma, 2015).

## 1.2 Problemdiskussion

Uppfattning om att investerare bör utvärdera investeringskonsekvenser utifrån ett större perspektiv har under en längre tid varit en stadig åsikt inom riskkapitalbranschen (BVCA, 2014). Det som har förändrats är trycket att visa ett aktivt engagemang gällande ESG-frågor. Det finns flera anledningar för tillämpning av en hållbar och ansvarsfull investeringspraxis - investerarens egna personliga värderingar och mål, institutionella uppdrag och krav som ställs av andra involverade parter (US SIF). Det som förut handlade om rykte har blivit en grundpelare för investeringspraxis - institutionella investerare förväntar från fondförvaltare att demonstrera ett djupare engagemang gällande ESG-frågor (BVCA, 2014). Riskkapitalister ser inte enbart ESG som en drivkraft för miljömässiga och sociala förändringar utan även som ett verktyg för att minska kostnaderna och minimera riskerna.

Kopplingen mellan ESG-kriterier och investeringspraxis formaliserades först år 2005 när United Nation (UN) generalsekreterare samlade en grupp av världens mäktigaste och största institutionella investerare för att tillsammans utveckla en uppsättning av principer för ansvarsfull investeringspraxis (Niklasson & Coninck-Smith, 2010). Drivkraften bakom mötet var insikten att institutionella investerare spelar en aktiv roll i att stimulera företag att tillämpa hållbara metoder i verksamheten. Resultatet blev en uppsättning av sex principer (United Nations Principles for Responsible Investments) vilka är frivilliga att tillämpa. Principernas mission är skapa ett globalt finansiellt system som är ekonomiskt effektivt och hållbart vilket är nödvändigt för ett långsiktigt värdeskapande (Humphrey & Tan, 2013). Principerna uppmanar investerare att analysera ESG-frågor vid sidan av traditionella

möjlighets- och riskindikatorer vid utvärdering av ett investeringsförslag. Genom att följa principerna skapas förutsättningar för investerare att bättre förstå konsekvenser av sina beslut.

Anders Isaksson har bedrivit forskning kring miljöteknik, hållbarhet och socialt ansvarstagande inom venture capital-sektorn. Venture capital är en investeringsform vilken är delmängd av det som vanligtvis kallas riskkapital (Isaksson, 2010). Utmärkande för venture capital-sektorn är att företagen ofta investerar i tidiga skeden och avyttrar investeringen efter en begränsad tidsperiod när den, förhoppningsvis, har blivit lönsam. Målet är att generera vinster vilket gör arbete med ESG-faktorer ett passande komplement för venture capital då syfte med ESG är att minska risker och öka avkastningen kopplade till hållbarhetsrelaterade frågor. Som investerare i företags tidiga skeden har venture-capitalister en särskild möjlighet att influera dessa företag att anta ett hållbart förhållningssätt (Eurosif, 2008). I ett blogginlägg resonerar Isaksson (2009) att ett problem för tidiga investerare som venture-capitalister är att gå från ord till handling. Isaksson skriver:

*”Det är enkelt att säga att man vill inkludera ESG-frågor som ett investeringskriterium, men frågan är hur. Här finns alltid risken att effekten blir kontraproduktiv. Istället för att stimulera entreprenören att utveckla sin innovation så riskerar man att skapa ytterligare administration. Vem har tid för miljöcertifiering i tidig produktutvecklingsfas.” (Isaksson, 2009)*

Vidare skriver Isaksson att fokus för investerare främst brukar riktas mot G-faktorer, det vill säga bolagsstyrning, medan E- och S-faktorer i ESG skjuts upp till senare. Påståendet styrks även av en rapport (PWC & Waterman, 2014) som menar att private equity och venture capital har traditionellt setts som starka inom företagsstyrningsfrågor (corporate governance) medan miljö- och sociala frågor fick mindre uppmärksamhet. Isaksson (2009) menar att ESG-faktorer bör vara en självklarhet inom företag, och bör även utgöra en del i företags affärsplaner. Det är viktigt att skapa en positiv attityd till ESG-frågor samt att skapa en förståelse för att dessa skapar värde i framtiden. Även Isaksson vidhåller att ESG-faktorer inte bör ses som en altruistisk välgärning utan att hållbara investeringar i tidiga skeden är en framväxande investeringsmöjlighet.

Trots det ökade trycket på investerare inom private equity-sektorn att överväga hållbarhetsfaktorer i investeringsprocessen finns det fortfarande få tydliga riktlinjer som erbjuder en praktisk vägledning inom ämnet (Graaf & Slager, 2009). Riskkapitalbolag stöter på problematik gällande implementeringen av ESG-kriterier i investeringspraxis vilket beror på flera faktorer (Sikken, 2011). Problematiken beror dels på brist på kunskap och medvetenhet om hur hållbarhetsrelaterade frågor kan integreras i kärnverksamhetens policies och strategier, men även på ett kommunikationsgap om hur ESG-frågor kan kopplas samman med finansiell prestation. I en undersökning utförd av PWC (2012) medverkade tio venture capital-företag i Europa och sju venture capital-företag i USA. I undersökningen framgick att även då 94 % av de tillfrågade var av uppfattningen att ESG-

frågor kan skapa värde, saknade 50 % av företagen en policy för ESG-frågor och/eller SRI. I samma undersökning konstaterades även att endast 40 % av de undersökta bolagen hade ett system för att mäta värdeskapande i olika frågor, samt att 47 % inte utförde någon officiell rapportering gällande sina ESG-program eller SRI-strategier.

Även Blanc, Goldet och Hobeika (2009) menar att det kan uppstå problem vid implementering av ESG-frågor inom venture capital-sektorn. Eftersom portföljbolagen agerar inom olika marknader och befinner sig dessutom i olika utvecklingskedan är det problematiskt för investerare att beakta ESG på ett standardiserat sätt utan måste anpassas efter varje enskilt investeringsobjekt. Ett annat problem ligger i att nyetablerade företag oftast saknar strukturen och resurser att rapportera sitt arbete med ESG då dessa företag fokuserar i första hand på tillväxt och utveckling. Ytterligare en svårighet uppstår enligt Blanc et al. (2009) i begränsad forskning gällande utomfinansiära faktorer. Tidigare studier har fokuserat i största utsträckning på stora börsnoterade bolag vars företagsansvar finns tillgängligt i form av rating. Implementering av hållbarhetsfaktorer i nyetablerade företag diskuteras fortfarande då det saknas ett system som hjälper investerare med utvärdering av ESG-frågor i små tillväxtföretag.

### **1.3 Problemformulering**

Tidigare forskningar och studier presenterar förslag på teoretiska riktlinjer och strategier som fungerar som stöd för investerare vid integrering av ESG i investeringspraxis men det var problematiskt att hitta studier som belyser hur investerarnas arbetet med ESG går till i praktiken. Med tanke på den påverkan venture-capitalister har möjlighet till gällande hållbarhet är det av intresse att undersöka hur implementering av ESG-frågor sker i verkligheten.

I syfte att besvara problemformuleringen har följande undersökningsfrågor identifierats:

1. Vad är riskkapitalisters övergripande synpunkt gällande ESG-frågor?
2. Hur arbetar riskkapitalister inom det egna företaget med ESG-frågor?
3. På vilket sätt sker implementering av ESG-frågor i riskkapitalisters investeringsprocess?

### **1.4 Syfte**

Syftet med studien är att undersöka på vilket sätt riskkapitalister implementerar ESG-frågor internt samt före investeringsbeslut och under investeringsperioden.

### **1.5 Avgränsningar**

Undersökningen är begränsad till ett visst segment inom private equity – privata och

statliga venture capital-företag inom varierande branscher som är verksamma i Sverige år 2015. Buy-outs, affärsänglar och andra typer av riskkapitalister faller utanför studiens omfång.

## **1.6 Disposition**

*Kapitel 2* innefattar tre delar – teoretisk introduktion, tidigare studier och teoritillämpning. Första delen innehåller grundläggande teori om venture capital samt SRI och ESG. I andra delen presenteras tidigare studier om drivkrafter bakom ESG, liksom olika strategier för implementering av ESG i investeringspraxis. Tredje och sista delen visar hur det teoretiska ramverket skall tillämpas i studien.

*Kapitel 3* inleds med en diskussion gällande möjliga undersökningsmetoder, vilken åtföljs av motivering och beskrivning av det valda tillvägagångssättet för studien. Vidare presenteras en kritisk granskning av metoden och diskussion rörande studiens trovärdighet. Kapitel avslutas med kritik av sekundärkällor.

*Kapitel 4* presenterar empiriskt resultat av genomförda intervjuer med elva representanter från venture capital-bolag i Sverige. Intervjувaren presenteras separat för samtliga respondenter med en inledande kort beskrivning av varje enskilt företag som medverkade i studien.

*Kapitel 5* består av fyra delar innehållande analys av det empiriska resultatet. I första delen analyseras riskkapitalisters övergripande synpunkt gällande ESG. Andra delen innefattar analys av riskkapitalisters interna arbete med ESG. I del tre och fyra analyseras strategier tillämpade för implementering av ESG-kriterier i pre- respektive post-investeringsfasen.

*Kapitel 6* innefattar diskussion kring uppstådda synpunkter vid skrivandet av uppsatsen. Vidare presenteras implikationer samt rekommendationer för framtida studier. Avslutningsvis riktas kritik mot studiens undersökningsmetod.

*Kapitel 7* sammanfattar analysen i punktform där varje punkt besvarar en undersökningsfråga. Första slutsatsen behandlar övergripande synpunkt på ESG-frågor vilket följs av slutsatsen gällande internt arbete med ESG. De två sista punkterna innefattar slutsatser gällande implementering av ESG-kriterier i pre- respektive post-investeringsfasen.

*Kapitel 8* innehåller en förteckning över litteraturreferenser.

## **1.7 Begreppsförklaring**

**CSR**

**Corporate Social Responsibility**

Begreppet innebär företagens ansvarstagande i samhället med hänsyn till sociala, etiska och miljömässiga aspekter (CSRguiden)

## **ESG**

### **Environmental, Social & Governance**

*E: Environmental issues* (miljöfrågor) är frågor rörande investerings- och management-policies inom områden med en positiv miljöpåverkan eller för minskning av negativ miljöpåverkan

*S: Social issues* (sociala frågor) innefattar hur ett företags verksamhet påverkar samhället

*G: Governance issues* (företagsstyrningsfrågor) gäller investorer relations- och företagsfrågor, etik, hantering av miljömässiga och sociala ärenden, frågor kopplade till mutor och korruption, affärsetik och transparens

## **SRI**

### **Socially Responsible Investing**

En investeringsprocess som beaktar sociala och miljömässiga konsekvenser av investeringar, både positiva och negativa, inom ramen för strikt finansiell analys (US SIF 2007 Report on Socially Responsible Investing Trends in the United States)

## **SVCA**

### **Svenska Riskkapitalföreningen**

## **Venture capital**

Venture capital är en form av investering vilken sker i nyuppstartade företag som ännu inte finns noterade på börs eller annan marknadsplats (Isaksson, 2010)

#### *Privat venture capital*

Privata venture capital-företag ägs av privatpersoner och företag som förvaltar kapital från externa investerare som exempelvis pensionsstiftelser (Isaksson, 2010)

#### *Statlig venture capital*

Statliga venture capital-företag ägs främst av statliga intressen. De senaste åren har statliga investeringar i Sverige utgjorts av saminvesteringsprojekt där staten investerar i privata venture capital-fonder (Isaksson, 2010)

## 2 Teori

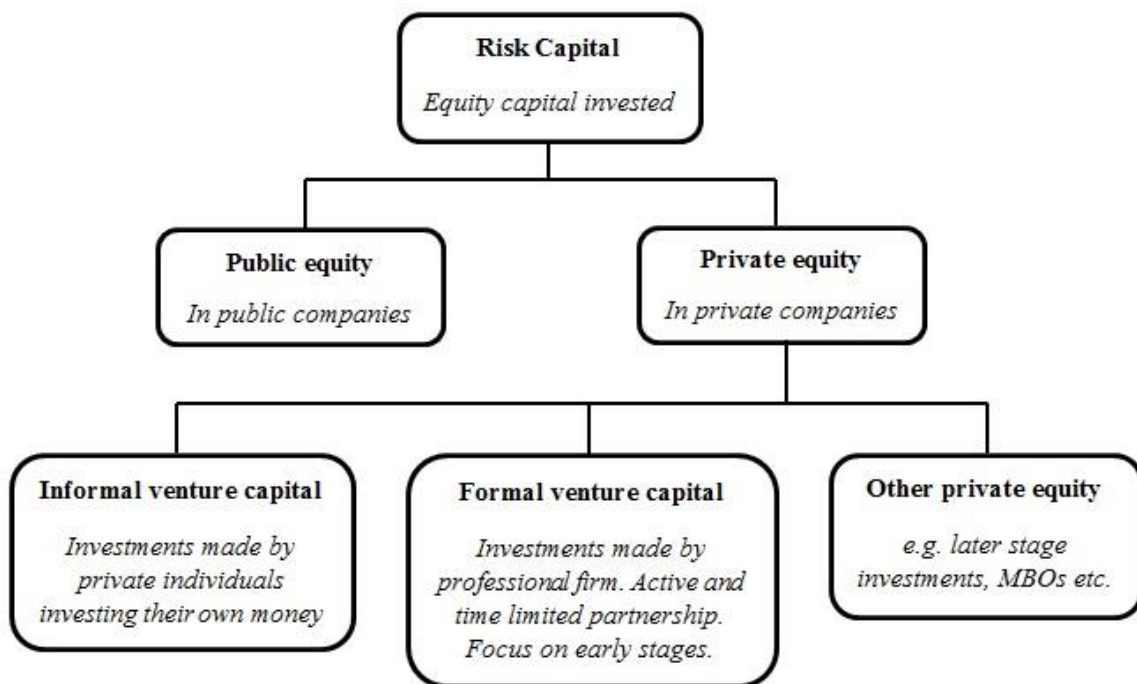
Kapitlet består av tre delar – teoretisk introduktion, tidigare studier och teoritillämpning. Första delen innehåller grundläggande teori om venture capital samt SRI och ESG. I andra delen presenteras tidigare studier om drivkrafter bakom ESG, liksom olika strategier för implementering av ESG i investeringspraxis. Tredje och sista delen visar hur det teoretiska ramverket skall tillämpas i studien.

### 2.1 Teoretisk introduktion

#### 2.1.1 Strukturen av venture capital

Venture capital är en form av investering vilken sker i nyuppstartade företag som ännu inte finns noterade på börs eller annan marknadsplats (Isaksson, 2010). Den största delen av investeringen utgörs av eget kapital, men även finansiering i form av konvertibla lån eller skuldebrev med option att teckna aktier förekommer. Isaksson (2010) förklarar vidare att ibland används begreppen riskkapital och privat kapital (private equity) som synonym till venture capital. Venture capital är en form, eller delmängd, av dessa begrepp. Figuren nedan visar skillnaden mellan riskkapital, privat kapital och venture capital.

Figur 1: Skillnaden mellan riskkapital, privat kapital och venture capital



Källa: Isaksson, A. (2006)

Som figuren visar delas privat kapital in i tre grupper – informal venture capital, formal venture capital och annat privat kapital. Informal venture capital avser investeringar som

görs av förmögna individer med egna pengar. Ibland kallas dessa informella investerare även för business angels. Formal venture capital kallas investeringar som görs av professionella företag.

Enligt Isaksson (2010) finns det även olika definitioner av vad venture capital är inom olika grupper. Bland vissa amerikanska aktörer innebär begreppet enbart investeringar i högteknologiska företag som befinner sig i mycket tidiga skeden av sina livscyklar. Andra, oftast europeiska, aktörer definierar venture capital som alla former av riskkapitalinvesteringar i onoterade företag.

Isaksson förklarar vidare (2010) att venture capital innebär oftast även att investeraren ofta tar ett aktivt ägarengagemang i företagets styrelse. De företag venture capital-bolagen investerar i kallas portföljföretag eftersom venture capital-företagen ofta sprider risker i en portfölj av olika investeringar. Venture capital-företagets investeringar är oftast tidsbegränsade. Målsättningen är att inom några år kunna avyttra investeringen genom en så kallad exit. De vanligaste exit-strategierna hos venture capital-företag är marknadsnotering (IPO) och försäljning av hela företaget till en industriell köpare (trade sale). Eftersom investeringarna ofta görs i små företag utgörs avkastningen främst av den reavinst som görs vid exit.

Ägarstrukturen inom venture capital kan indelas i tre former: privata, statliga och koncernägda, menar Isaksson (2010). Privata venture capital-företag ägs som namnet antyder av privatpersoner och företag som förvaltar kapital från externa investerare som exempelvis pensionsstiftelser. I Sverige utgörs största andelen venture capital-företag av privata sådana. Statliga venture capital-företag ägs främst av statliga intressen. De senaste åren har statliga investeringar i Sverige utgjorts av saminvesteringsprojekt där staten investerar i privata venture capital-fonder. Koncernägda venture capital-företag ingår i en koncern där verksamheten huvudsakligen inte utgörs av venture capital, exempelvis dotterbolag till banker och försäkringsbolag. Det förekommer även koncernägda venture capital-företag inom traditionella industriföretag. Dessa brukar kallas corporate venture capital och har ofta koncernens övergripande strategi i fokus i stället för investeringsportföljens avkastning.

### **2.1.2 Investeringsfaser inom venture capital**

Det finns två typer av venture-capitalister: generella och specialiserade (Ogden, Jen & O'Connor, 2003). Generella venture-capitalister investerar i olika branscher och i olika skeden i venture-livscykeln. Specialiserade venture-capitalister inriktar sig oftast på en eller ett par specifika branscher eller investerar endast i ett särskilt venture-skede. Det förekommer även specialiserade venture-capitalister vilka endast investerar inom ett specifikt geografiskt område.

Nedan följer de skeden i vilka venture-capitalister investerar enligt European Private equity & Venture capital Association (EVCA, 2013). *Seed*: Finansiering till forskning, analyser

och utveckling av ett första koncept. *Start-up*: Finansiering till produktutveckling och marknadsföring. Företagen är ännu i uppstartsfasen och har inte sålt sin produkt eller tjänst på en kommersiell marknad. *Later-stage venture*: Finansiering till expansion av ett verksamt företag. Later-stage venture brukar finansiera företag som redan fått finansiering av venture capital-bolag. *Growth*: En typ av private equity-investering, oftast en något mindre sådan. Företagen som finansieras är relativt mogna och söker kapital för att expandera till nya marknader eller för att omstrukturera verksamheten. *Buyout*: Finansiering för uppköp av företag. *Rescue/Turnaround*: Finansiering till redan existerande företag med svårigheter i syftet att göra företaget framgångsrikt på nytt. *Replacement capital*: Köp av en liten andel av aktier i ett företag från ett annat private equity-bolag eller annan aktieägare.

### 2.1.3 Investeringprocess inom venture capital

Det finns ett flertal modeller vilka beskriver investeringsprocessen inom venture capital. Tyebjee och Bruno (1984) utarbetade en modell med fem steg, vilka är *deal origination, screening, evaluation, deal structuring, och post investment activities*. Fried och Hisrich (1994) byggde vidare på Tyebjee och Bruno (1984) och tog fram en egen modell med de sex stegen *origination, VC firm-specific screen, generic screen, first-phase evaluation, second-phase evaluation* och *closing*. Gemensamt för båda modeller är att de kan delas in i två faser, en före investering (pre-investeringsfas) och en efter investering (post-investeringsfas).

I *pre-investeringsfasen* ingår deal origination, de två screening-stegen, evaluation och deal structuring. Det första steget, deal origination, handlar om hur venture-capitalister hittar och väljer ut potentiella investeringsobjekt (Tyebjee & Bruno 1984; Fried & Hisrich, 1994). Enligt Tyebjee and Bruno (1984) är screening-processen central eftersom det där fattas beslut om investeringen skall gå vidare till nästa steg. Under screening-processen undersöker venture capital-företaget om det potentiella investeringsobjektet lever upp till specifika krav, till exempel bransch eller geografiskt område. Nästa steg, evaluation, innefattar granskning av affärsplan och annan information för att kunna bedöma investeringens eventuella risker och avkastning. Pre-investeringsfasens sista steg är deal structuring, där venture capital-företaget förhandlar kring villkor och juridiska frågor.

I *post-investeringsfasen* är överenskommelsen fullbordad och venture-capitalistens roll övergår från investerare till medarbetare i det investerade företaget, ofta som medlem i företagets styrelse (Tyebjee & Bruno, 1984). Därigenom kan venture capital-företaget skydda investeringen samt bidra med kunskap och management i portföljbolaget.

### 2.1.4 ESG-kriterier som del av SRI

Pensions Act som uppkom i Storbritannien år 1995 definierar SRI som “investment where social, environmental or ethical considerations are taken into account in the selection,



retention and realization of investment, and the responsible use of rights (such as voting rights) attaching to investments” (Bakshi, 2006). En uppdaterad definition av begreppet presenteras av US SIF: “socialt ansvarsfulla investeringar (SRI) är en investeringsprocess som beaktar sociala och miljömässiga konsekvenserna av investeringar, både positiva och negativa, inom ramen för strikt finansiell analys.” Socialt ansvarsfulla investerare kan vara privatpersoner, företaget, universitet, sjukhus eller riskkapitalister som avsiktligt väljer att placera sina pengar på ett sätt som uppnår ett visst finansiellt mål samtidigt som investeringen bidrar till en mer hållbar framtid (US SIF, 2007).

SRI innebär att investerare använder sig av en kombinerad metod vid utvärdering av ett investeringsobjekt (US SIF, 2007). Traditionella kvantitativa utvärderingsmetoder kompletteras med kvalitativ analys av objektets sociala och miljömässiga praxis. Det kan vara en process av identifiering och finansiering företag som uppfyller vissa normer av Corporate Social Responsibility (CSR) eller som speglar investerarens moraliska preferenser och värderingar. I enlighet med Social Investment Research Analytiker Network (Sheeran), en arbetsgrupp inom Social Investment Forum, “berör CSR frågor som gäller miljö, hälsa och säkerhet, mångfald och personalpolitik, mänskliga rättigheter och leverantörskedjan.” Socialt ansvarsfull investering handlar om att överväga och analysera risker kopplade till företagets sociala och miljömässiga ställningstagande.

Att investera ansvarsfullt är en strategi som bygger på uppfattningen att en effektiv hantering av miljömässiga, sociala och företagsstyrningsfrågor (ESG) är en fundamental premis för en värdeskapande verksamhet (PWC, 2012). Företag som lyckas att undvika risker kopplade till ESG och ta vara på ESG-möjligheter tros ha en högre prestation på långt sikt än företag som inte gör det. ESG-kriterier innefattar tre olika sektorer - E (environmental) berör frågor kopplade till miljö, S (social) handlar om sociala frågor och G (governance) gäller styrning av företag.

*Environmental* (miljöfrågor) omfattar nedsmutsning och förorening av mark, luft och vatten; relaterade rättsliga och regelmässiga överensstämmelser; ekoeffektivitet (”göra mer med mindre resurser”); avfallshantering; naturresursbrist och klimatförändring (PWC, 2012). Många miljörelaterade utmaningar ger möjlighet för värdeskapande i form av exempelvis ytterligare inkomster från nya hållbara teknologier, produkter och marknader.

*Social* (sociala frågor) berör bemötande av anställda; hälsa och säkerhet; arbetsvillkor, mänskliga rättigheter, leveranskedjan och rättvis behandling av kunder och samhället (PWC, 2012).

*Governance* (företagsstyrningsfrågor) gäller hantering av miljömässiga och sociala ärenden; frågor kopplade till mutor och korruption, affärsetik och transparens (PWC, 2012).

## 2.2 Tidigare studier

### 2.2.1 Drivkrafter för ESG (Graaf & Slager, 2009)

Graaf och Slager (2009) bygger vidare på idéer av Aguilera et al. (2006), vilka går ut på att det finns instrumentella, moraliska och relativa drivfaktorer bakom implementering av SRI. Utifrån dessa identifierar Graaf och Slager tre SRI-strategier med olika bakomliggande motiv: *Finansiellt drivna, etik-baserade samt värdegaranterande strategier*. *Finansiellt drivna strategier* fokuserar på avvägningen mellan risk och avkastning. Den grundläggande uppfattningen är att ESG-frågor inte är inkluderade i marknaden, men kommer att vara av stor finansiell betydelse i framtiden. Strategierna hanteras som vanliga investeringsstrategier genom att utnyttja marknadsineffektivitet. De finansiella faktorerna är dock de huvudsakliga målen, med ESG-frågor som (icke)-bindande restriktioner. I *Etik-baserade strategier* skall investeringsbeslut gå i linje med företagets eller investerarens personliga värderingar. Etiska aspekter och sociala frågor är de huvudsakliga målen, och finansiella aspekter som risk och avkastning är icke-bindande restriktioner. Inom *värdegaranterande strategier* står långsiktiga finansiella mål i huvudfokus. Sociala och etiska frågor är icke-bindande restriktioner. Värdegaranterade strategier är vanligast bland större institutionella investerare eftersom de har de resurser som krävs för att utveckla dem. Graaf och Slager (2009) tillägger att det i praktiken kan förekomma kombinationer av finansiellt drivna, etik-baserade och värdegaranterande strategier inom investeringsföretag.

Internt arbete med värderingar, strukturer och processer inom organisationer är enligt Juravle och Lewis (2008; citerade i Graaf & Slager, 2009) väsentligt för en framgångsrik implementering av hållbarhetsrelaterade frågor. Den avgörande uppgiften är att få alla anställda inom företaget att arbeta i linjen med organisationens mål och värderingar.

### 2.2.2 Strategier för SRI (Schueth, 2003)

Socialt ansvarsfulla investerare tillämpar tre grundläggande strategier: *Social Screening*, *Shareholder Advocacy* och *Community Investing* (Schueth, 2003). *Social Screening* används av investerare i syfte att anpassa sina värderingar med personliga finansiella mål. *Shareholder Advocacy* underlättar direkt kommunikation med ledningen vilket styr företagets policy och praxis i önskad riktning. *Community Investing* är tillförsel av investerarens pengar till samhället för att skapa fler arbetstillfällen, prisvärda bostäder och miljövänliga produkter och tjänster. Varje enskild investerare väljer antingen att använda sig av en strategi eller blanda flera men syftet förblir oförändrat - att uppnå det dubbla målet vilket är att generera vinster och göra en skillnad. Den utvärderingsprocess som kombinerar en kvalitativ analys av företagets strategier, metoder och moraliska inställning med en kvantitativ uppskattning av vinstpotential heter "double bottom line analysis process", menar Schueth (2003).

*Social Screening* går ut på att exkludera (negativ screening) eller inkludera (positiv screening) investering i företag utifrån sociala och miljömässiga kriterier (Schueth, 2003).

Negativ screening används för att identifiera och aktivt undvika att finansiera företag vars produkter, tjänster och affärsmetoder anses vara skadliga för individer, samhället eller miljön. Negativ screening handlar om att avstå från att investera i ett företag som sysslar med oönskade aktiviteter som spel, tobak- och alkoholproduktion, inskränkning mot mänskliga rättigheter, djurförsök, miljöfarliga produkter och tjänster, genteknik (Renneboog, Horst & Zhang, 2008). Positiv screening fokuserar på hållbara investeringar i företag som uppskattas vara till nytta för samhället, naturen och människan. Positiv screening innebär att investerare aktivt väljer att finansiera företag med önskvärda egenskaper som upprätthåller goda arbetsnormer och mänskliga rättigheter, har sund miljöpolitik och praxis och vars produkter är säkra att använda (Humphrey & Tan, 2013). Tillämpning av positiv screening kombineras ofta med ett tillvägagångssätt som heter "bäst i klassen". Metoden fungerar som ett verktyg för att rangordna företagen inom olika branscher utifrån CSR-kriterier vilket möjliggör branschöverskridande identifiering av de bästa alternativen. En integrerad screening som kombinerar negativ och positiv screening heter "sustainability" eller "triple bottom line" (People, Planet, Profit). Strategin går ut på att välja investeringsobjekt utifrån ekonomiska, miljömässiga och sociala kriterier (Renneboog, Horst & Zhang, 2008).

*Shareholder Advocacy* tillämpas när socialt involverade investerare använder sin rösträtt för att direkt främja CSR i portföljbolagen (Crifo & Forget, 2013). Syftet är att styra företagets ledning i en riktning som förbättrar den finansiella prestationen över tiden och ökar tillfredsställelse av företagets samtliga intressenter i form av samhället, natur, miljön och aktieägare (Schueth, 2003). Genom en öppen kommunikation med ledningsgruppen har investerare möjligheten att stimulera positiva förändringar inom företaget som gagnar samhället (Bakshi, 2006).

*Community Investing* innebär socialt ansvarsfull investering i samhällsgrupper som annars är försummade av traditionella aktörer inom den finansiella sektorn (Schueth, 2003). Tillgång till finansiella resurser gör det möjligt för lokala organisationer att tillhandahålla finansiella tjänster till låginkomsttagande individer, lokala småföretagare och stödjande vitala samhällsfunktioner (bostäder till rimliga kostnader, barnomsorg, hälso- och sjukvård) (US SIF, 2007).

### **2.2.3 ESG-strategier (Blanc, Goldet & Hobeika, 2009) och (Wood & Hoff, 2007)**

Inom private equity och venture capital används vanligtvis tre huvudsakliga ansvarsfulla investeringsstrategier. Dessa är produktfokuserade (tematiska) strategier, ekonomisk målgruppsstrategier och "double-bottom line"-strategier, samt processfokuserade strategier (ESG-screening) (Blanc, Goldet & Hobeika, 2009; Wood & Hoff, 2007). Strategierna hjälper till att integrera ESG-kriterier i investeringsbeslut och bedöma information gällande ESG-frågor i valet av investeringsobjekt. Även venture capital-företags hänsynstagande till ESG-frågor kan mätas genom dessa strategier. Dock påpekas av Blanc, Goldet och Hobeika (2009) att tillvägagångssätten för integrering av ESG-kriterier kan variera mellan olika företag vilket beror på att alla företag är olika. Vidare menar Blanc, Goldet och Hobeika

(2009) att på grund av företags olikheter och portföljbolagens olika marknader blir implementering av ESG svårt och tidsödande.

### *Produktfokuserade eller tematiska strategier*

Denna strategi går ut på att venture capital-företag väljer portföljbolag vars produkter eller tjänster erbjuder hållbara lösningar för samhället (Blanc, Goldet & Hobeika, 2009; Wood & Hoff, 2007). Till exempel söks produkter vilka är bra för miljö, demografi, välfärd, samt fair trade.

En viktig fråga för att ställa sig som investerare är om det medförs några särskilda risker eller möjligheter gällande ESG-frågor vid investering inom en tillämplig sektor eller ett geografiskt område (Blanc, Goldet & Hobeika, 2009; PWC & Waterman, 2010). Enligt Wood och Hoff (2007) investerar venture-capitalister gärna i bolag vilka bedriver forskning kring eller tar fram nya teknologier och tekniker. Genom denna strategi kan investerare rikta investeringarna mot områden vilka erbjuder störst möjligheter till socialt och miljömässigt hållbara lösningar. Investeringar med denna strategi kan göras både i tidiga och senare skeden i investeringscykeln, men Wood och Hoff (2007) menar att investering i ett tidigt skede kan leda till högre finansiell avkastning och skapar dessutom en miljö där nya idéer kan växa fram.

### *Ekonomisk målgrupps- och "double-bottom line"-strategier*

Venture-capitaliser och private equity använder denna strategi för att rikta investeringarna mot vissa måltavlor som låg- eller medelinkomstområden, sociala entreprenörer eller företag drivna av minoritetsgrupper (Blanc, Goldet & Hobeika, 2009; Wood & Hoff, 2007). Huvudfokus ligger på sociala aspekter eller förbättring av miljön inom ett område. Strategin används även för ekonomisk tillväxt och social utveckling i utvecklingsländer. Genom att fokusera på den miljö- och sociala påverkan investeringarna har kan möjligheter att upptäcka outnyttjade marknader uppstå (Wood & Hoff, 2007).

### *Processfokuserade investeringar eller ESG-screening*

Denna strategi innefattar integrerad analys av investeringsobjektens ESG-aktiviteter i investeringsens beslutsprocess (Blanc, Goldet & Hobeika, 2009; Wood & Hoff, 2007). Investerare kan besluta att endast fokusera på företag med god företagsstyrning eller god miljöhantering. ESG-screening kan även innefatta val av företag vilka verkar för hållbara lösningar eller uteslutande av investeringar i vissa typer av företag inom sektorer som kan uppfattas som oetiska, exempelvis vapenindustrin. Strategin är ett sätt att minska risker vid investering genom att ta hänsyn till faktorer som kan ha positiv eller negativ påverkan på investeringen. Venture-capitalisters möjligheter att bli en del av styrelsen i portföljbolagen gör det värdefullt att investera i företag som visar potential att integrera ESG-faktorer i sin

verksamhet (Wood & Hoff, 2007). Detta gör det lättare att styra företagens mot en ansvarsfull och hållbar företagskultur.

#### **2.2.4 ESG-implementering i investeringsprocess (PWC & Waterman, 2014)**

Venture-capitalister har möjlighet att implementera ESG-frågor både i sin beslutsprocess och i post-investeringsaktiviteter. I en rapport från British Private Equity & Venture Capital Association (BVCA) författad av (PWC & Waterman, 2014) har en guide sammanställts för hur implementeringen kan gå till. I rapporten delas venture-capitalisternas investeringsprocess in i tre delar: Pre-investeringsfas, post-investeringsfas/ägarskapsfas och exitfas. Fried och Hisrichs (1994) ovannämnda modell med sex steg ingår i pre-investeringsfasen.

##### *Pre-investeringsfas*

Pre-investeringsfasen delas in i tre delar: Top level screening, Business profile och Due diligence (PWC & Waterman, 2014). *Top level screening*: Här undersöks om investeringsobjektets värden och principer går i linje med det egna företags, ESG-risker i branschen eller det geografiska området, samt ESG-risker och -möjligheter i investeringsobjektets hela värdekedja. *Business profile*: Investeringsobjektet undersöks närmare. Hur förhåller sig företags ESG-risknivå till andra företag i branschen? Om företaget befinner sig i en bransch eller geografisk miljö som innefattar höga nivåer av ESG-risker bör en specialist inom risker och möjligheter i ESG-frågor konsulteras. Även företags övergripande management av ESG-frågor bör utvärderas. *Due diligence*: Det övergripande syftet med due diligence-processen är att i närmare detalj förstå investeringsobjektets hänsynstagande till ESG-frågor. Detta inkluderar medförda risker och möjligheter vilka kan ha inverkan på hela verksamheten, och konsultation av en extern part är än viktigare. Due diligence-processen bör innefatta undersökning av både nuvarande och möjliga framtida ESG-frågor. I due diligence-rapporteringen bör det även redogöras för nödvändiga handlingar för att förbättra ESG-prestationen under investeringsperioden.

##### *Post-investeringsfas/investeringsperioden*

Hur ESG-frågor bör hanteras under investeringsperioden varierar beroende på om företaget nyligen har investerats i eller om det är en redan existerande investering.

Vid en ny investering är det första steget att bekräfta ESG-risker och möjligheter som framkommit under pre-investeringsfasen. Därefter implementeras lösningar för att på bästa sätt integrera ESG-aktiviteter i portföljbolagets verksamhetsplan. (PWC & Waterman, 2014)

För en redan existerande investering görs först en utvärdering på hög nivå och sedan en utvärdering på djup nivå (PWC & Waterman, 2014). Utvärderingen på hög nivå innefattar övervägande av ESG-risker i portföljbolaget, vilka materiella ESG-frågor behöver

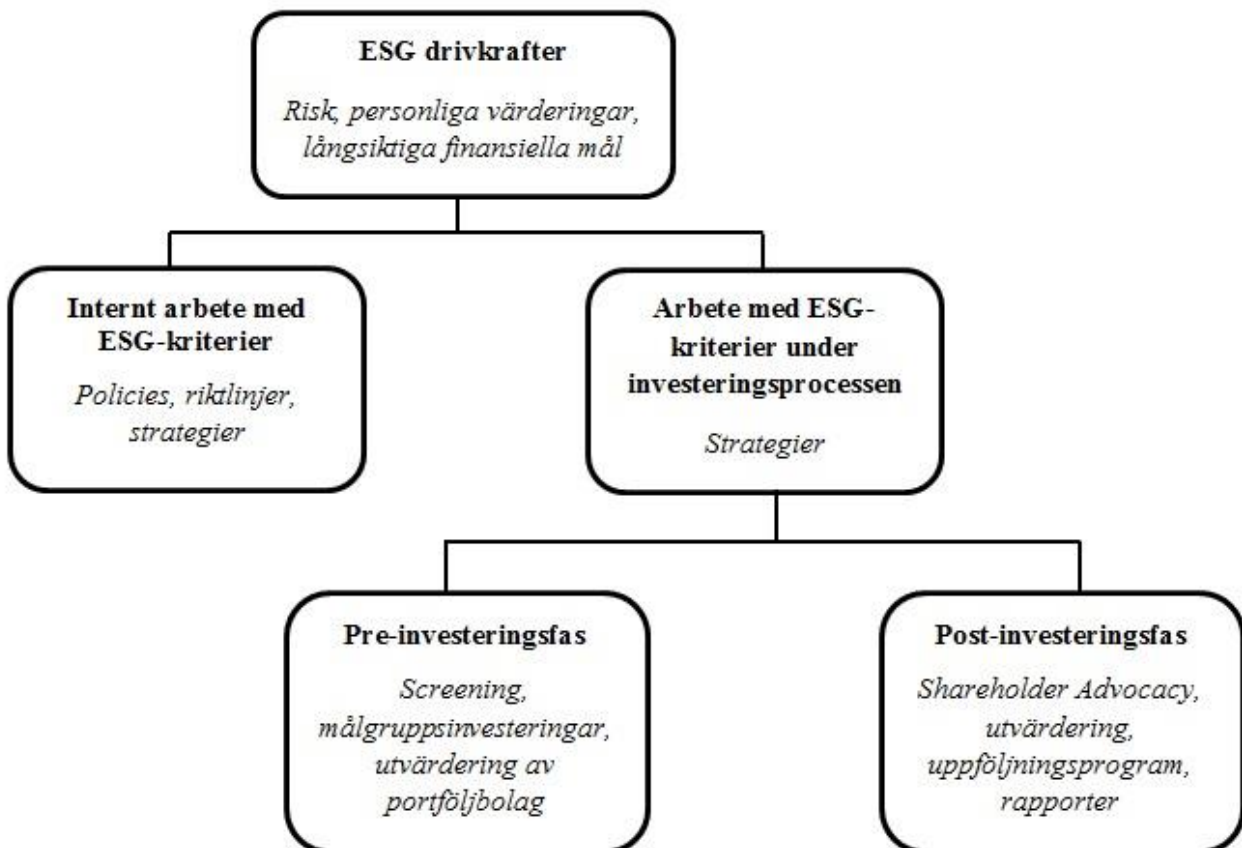
uppmärksammas, ledningens attityd och handlingar gällande ESG-frågor, samt områden med obehandlade risker eller möjligheter. Utvärderingen på djup nivå kan innefatta besök av bortföljbolagen, där diskussioner kan föras med bolagens ledning kring hantering av ESG-frågor.

Därefter följer samma procedur för både nya och redan existerande investeringar. Strategier och policies fastställs, liksom planer för företagsstyrning (PWC & Waterman, 2014). Därefter identifieras vilka ESG-frågor som behöver hanteras, samt inrättande av ett antal nyckeltal där hela strategiplanen gällande ESG-frågor innefattas. Nyckeltalen sammankopplas i ett ordinarie uppföljningsprogram för ESG-frågornas prestation. Alla förbättringar inom ESG-hanteringsfrågor rapporteras, samt om möjligt vilket värdeskapande dessa har medfört.

### 2.3 Tillämpning av det teoretiska ramverket i studien

Syftet med studien är att undersöka på vilket sätt riskkapitalister implementerar ESG-frågor före investeringsbeslut och under investeringsperioden. Nedan presenteras en figur vilken illustrerar hur det teoretiska ramverket tillämpas för att besvara undersökningsfrågorna:

Figur 2: Implementering av ESG-frågor i investeringsprocessen



Graaf och Slager (2009) identifierar olika drivkrafter bakom implementering av ESG-kriterier som motiverar riskkapitalister att investera ansvarsfullt. I studien ligger drivkrafterna till grund för analys av riskkapitalisternas arbete med ESG-frågor inom det egna företaget samt under investeringsprocessen. Internt arbete med ESG-kriterier inkluderar uppsättning av policies, riktlinjer och strategier för en ansvarsfull investeringspraxis.

Strategier för implementering av ESG-kriterier som har blivit identifierade i tidigare forskningar ligger till grund för kategorisering av insamlad data i studien. Under investeringsprocessen indelas arbetet med ESG-frågor i två investeringsfaser. Det finns ett antal strategier för integrering av ESG under pre-investeringsfasen. Olika former av screening är strategier som nämns i flera tidigare studier. Schueth (2003) med flera identifierar *positiv* och *negativ screening*, medan Blanc, Goldet och Hobeika (2009) och Wood och Hoff (2007) talar om screening som *produktfokuserade* och *processfokuserade strategier*. PWC och Waterman (2014) delar in pre-investeringsfasen i tre delar där *top level screening* är den första. Ovannämnda strategier sammanfattas i figur 2 under namnet "screening".

Schueth (2003) nämner *Community Investing* vilket kan liknas vid *Ekonomisk målgrupps- och "double-bottom line"-strategier* identifierade av Blanc, Goldet och Hobeika (2009) och Wood och Hoff (2007). Strategierna omnämns i figur 2 som "målgruppsinvesteringar". Som tidigare nämnt indelar PWC och Waterman (2014) pre-investeringsfasen i tre delar, varav en del hör till "screening". De två återstående delarna är *Business Profile* och *Due diligence*, vilka i figur 2 slogs ihop under rubriken "utvärdering av portföljbolag".

Riskkapitalister har enligt Isaksson (2010) möjlighet att påverka portföljbolaget genom ett aktivt ägarengagemang i företagets styrelse. Det finns ett antal åtgärder för integrering av ESG-kriterier i post-investeringsfas. *Shareholder Advocacy* är en strategi identifierad av Schueth (2003) med flera som tillämpas under investeringsperioden. PWC och Waterman (2014) föreslår *utvärdering*, *uppföljningsprogram* och *rapporter* som verktyg för arbete med ESG-frågor under post-investeringsfasen.

Det teoretiska ramverket tillämpas genom identifiering av hur investerare implementerar ESG-kriterier internt i praktiken samt vilka av ovannämnda strategier tillämpas i investeringsprocessen.

### **3 Metod**

---

*Kapitlet inleds med en diskussion gällande möjliga undersökningsmetoder, vilken åtföljs av motivering och beskrivning av det valda tillvägagångssättet för studien. Vidare presenteras en kritisk granskning av metoden och diskussion rörande studiens trovärdighet. Kapitlet avslutas med kritik av sekundärkällor.*

---

#### **3.1 Val av metod**

Det finns ett antal faktorer vilka har betydelse för vilken metod som bör användas vid en undersökning (Larsen, 2009). En av dessa är angreppssättet, det vill säga om undersökningen sker induktivt eller deduktivt. Vidare är undersökningens frågeställning och syfte viktiga avgörande faktorer, liksom egna förutsättningar och resurser.

Vid en undersökning används huvudsakligen två typer av metod. Dessa är kvantitativ metod och kvalitativ metod (Larsen, 2009). Det finns även en tredje variant kallad metodtriangulering, där både kvalitativ och kvantitativ metod, alternativt flera olika kvantitativa eller flera olika kvalitativa metoder används i samma undersökning.

Kvantitativ metod är enligt Bryman och Bell (2005) en undersökningsmetod vilken främst innefattar kvantifiering vid insamling och analys av data. Metoden har ett deduktivt synsätt på förhållandet mellan teori och praktisk forskning, och fokuserar ofta på prövning av teorier. Kvantitativ metod fokuserar på kausala samband mellan variabler och har som mål att generera ett generaliserbart resultat (Flick, 2011). Datainsamling sker på ett standardiserat tillvägagångssätt och data bearbetas statistiskt.

Kvalitativ metod har ett induktivt synsätt, där tyngden läggs på teorigenerering. Vid kvalitativ metod är målet inte kvantifiering av data utan betonar ett tolkande synsätt (Bryman & Bell, 2005). Istället för att standardisera och generalisera studiens resultat syftar en kvalitativ metod till att ge en beskrivande bild av det undersökta fenomenet eller situationen (Flick, 2011). Insamlingen av data sker på ett mer öppet sätt vilket ger respondenterna möjlighet att prata fritt utan att bli begränsade till givna svarsalternativ.

Som nämnt i problemdiskussionen finns få riktlinjer för investerare som vägleder hur en implementeringsprocess av ESG-kriterier kan gå till i praktiken (Graaf & Slaager 2009; Sikken, 2011; PWC, 2012). Bristen på standardiserade tillvägagångssätt gällande integrering av hållbarhetsrelaterade frågor i investeringspraxis gör det problematiskt att tillämpa kvantitativ metod vid insamlingen av data. Studien syftar till att "undersöka på vilket sätt riskkapitalister implementerar ESG-frågor före investeringsbeslut och under investeringsperioden" och har som mål att ge förståelse av ett fenomen, vilket innebär ett induktivt angreppssätt. Målet är inte att generalisera, utan att skapa förståelse för hur just denna grupp av investerare hanterar dessa frågor. Av den anledningen föll valet av undersökningsmetod på en kvalitativ sådan.



Valet av kvalitativ metod stod mellan kvalitativa intervjuer och kvalitativ innehållsanalys av skriftliga källor. Kvalitativ innehållsanalys innefattar ett sökande efter bakomliggande teman i det material som analyseras (Bryman & Bell, 2005). Metoden skulle ha tillämpats genom en undersökning och tolkning av information som finns på venture capital-företags egna hemsidor. En fördel med innehållsanalys av text är att informationen är lättillgänglig och undersökningen är inte beroende av svar från respondenter. Problemet med metoden är att den information som förekommer på hemsidor är begränsad och det är osäkert om och hur väl den information som finns kan besvara undersökningens frågeställning.

Vid kvalitativa intervjuer skulle respondenterna bestå av relevanta personer anställda vid venture capital-företag i Sverige. Vid intervjuer har den som intervjuar möjlighet att vid behov ställa följdfrågor och klara upp eventuella missförstånd (Larsen, 2009). Av den anledningen bedömdes chansen att frågeställningen skulle kunna besvaras som högre vid metoden kvalitativa intervjuer än vid innehållsanalys av text på hemsidor.

Intervjumetoden som tillämpades i denna studie var semi-strukturerade intervjuer. Metoden innebär att ett respondenterna får prata relativt fritt kring ett specifikt ämne, vilket ger flexibilitet och möjlighet att ställa följdfrågor vid behov (Bryman & Bell, 2005). Det förekommer även en annan typ av intervjumetod, så kallade ostrukturerade- eller djupintervjuer, där respondenten får prata fritt kring ett ämne utan att några frågor ställs av intervjuaren (Saunders et al., 2007). För att besvara frågeställningen ansågs det fördelaktigt att använda semi-strukturerade intervjuer vid datainsamlingen. Metoden tillåter respondenterna att prata relativt fritt om den praktiska implementeringen av ESG-frågor vilket är nödvändigt då integreringspraxis och graden av engagemang varierar bland investerare. Samtidigt hålls samtalsriktningen inom ramen för studiens syfte, vilket möjligen skulle försvåras om respondenterna fick tala helt fritt om ESG-frågor vid en ostrukturerad intervju.

### **3.2 Tillvägagångssätt**

Studiens innefattar alla investerare inom venture capital-segmentet som är verksamma i Sverige. Svenska Riskkapitalföreningen, SVCA, är en intresseförening för aktörer inom private equity (buyout och venture capital) och affärsängelnätverk i Sverige (SVCA). Enligt information på föreningens hemsida verkar SVCA för att "Private Equity arbetar på ett fortsatt sunt sätt vad gäller etik, transparens och CSR". Urvalet i studien utgjordes således av venture capital-företag vilka var medlemmar i SVCA i april 2015 eftersom företagen antogs kunna bidra med relevant information till undersökningen. Venture capital-företag verksamma i Sverige men som inte fanns med i SVCA's medlemslista vid samma tidpunkt ingår inte i undersökningen.

De medlemmar som kontaktades med förfrågan om de ville delta i studien var ordinarie medlemmar angivna på SVCA's hemsida under rubrikerna "Venture Capital" och "Offentliga Venture Capital akt". Aktörer tillhörande tillväxtkapital, buyout och limited partners kontaktades inte eftersom undersökningen är begränsad till venture-capitalister.

Totalt kontaktades trettioett (31) företag vilket är det sammanlagda antalet medlemmar angivna under rubrikerna "Venture Capital" och "Offentliga Venture Capital akt". Kontakten skedde i första hand via telefon, och de företag som inte kunde nå den vägen kontaktades genom e-post.

Vid telefonkontakten presenterades studiens syfte, samt en önskan om att få intervjua en person inom företaget med en ledande befattning eller innehav av relevant kunskap för studien. I första hand önskades personliga intervjuer, och om det inte fanns möjlighet till det önskades telefonintervjuer. Som ett sista alternativ gavs möjlighet att svara på intervjufrågorna via e-post.

Tre av de kontaktade respondenterna tackade ja till en personlig intervju. Sju respondenter ställde upp på telefonintervju och tolv respondenter föredrog att svara på frågorna via e-post. Endast två av företagen som valde e-post som svarsalternativ gav sina svar inom tidsramen för studien. Ett av dessa två företag svarade ofullständigt på frågorna, vilket resulterade i att respondenten exkluderades ur undersökningen. Nio av de kontaktade venture capital-företagen gick inte att nå eller tackade nej till att delta i studien. Data samlades in från totalt elva informanter av trettioen möjliga - tre personliga intervjuer, sju telefonintervjuer och en mejlintervju.

Intervjuerna genomfördes av två personer samtidigt. Innan varje intervju har alla respondenter blivit garanterade ett anonymt deltagande i studien. För att samtliga deltagande respondenter skulle få tillgång till samma information genomgicks en begreppsförklaring i början av varje intervju. Till respondenter som valde att svara via e-post bifogades begreppsförklaringen innan intervjufrågorna presenterades. Vid personliga möten med respondenter ställdes frågor och antecknades svar av båda intervjuarna. Samtalet spelades inte in under intervjuerna på grund av studiens anonymitet. För att undvika förvirring hos respondenten genomfördes telefonintervjuer av en person samtidigt som den andre lyssnade på samtalet. Under telefonsamtalen antecknades respondenternas svar av båda eller i vissa fall endast av den lyssnande parten. Varje intervju tog ungefär 15 minuter att genomföra. I slutet av varje intervju blev informanterna tillfrågade om det fanns någonting annat de önskade att lägga till gällande det diskuterade ämnet som inte togs upp av intervjuarna. Efter varje intervju tackades samtliga respondenter för medverkan i studien. Anteckningarna med respondenternas svar renskrevs direkt efter varje genomförd intervju för att minska risken att informationen skulle misstolkas eller glömmas.

### **3.3 Metodkritik**

Urvalet av respondenter gjordes utifrån ett antagande att medlemmar i SVCA skulle kunna bidra med relevant information för undersökningen. Detta antagande utesluter andra eventuella respondenter vilka skulle ha kunnat ingå i studien men vilka uteslöts eftersom de inte är medlemmar i föreningen.

Det finns även anledning att rikta kritik mot att intervjuerna genomfördes på tre olika sätt - personliga möten, telefonintervju samt svar på frågor via e-post. Detta kan medföra att uppfattningsförmågan och transkriberingen av respondenternas svar varierar, särskilt då transkriberingen skedde på olika sätt under de olika intervjuformerna.

Vid telefonintervjuerna var det vid ett par tillfällen även svårt att höra vad respondenten sade eftersom denne vid intervjutillfället befann sig resandes i bil. Telefonintervjuer kan medföra att respondentens förtroende för intervjuaren begränsas och blir därmed mindre villig att svara på känsliga frågor. Detta kan leda till att studiens reliabilitet minskas (Saunders et al., 2007). För att minska risken att detta skulle ske lovades samtliga respondenter anonymitet i undersökningen. En annan nackdel med telefonintervjuer och kommunikation genom e-post var att det inte gavs möjlighet att observera respondentens uttryck genom kroppsspråk (Bryman & Bell, 2005). Intervjuer vilka utförs online löper risk att respondenten hoppar av undersökningen eller undviker att besvara vissa frågor (Bryman & Bell, 2005). De få respondenter som svarade via e-post formulerade sig sparsamt, vilket ledde till att en av dem uteslöts helt ur studien.

Personerna som intervjuades i studien hade varierande befattningar inom företagen, vilket kan ha medfört att vissa respondenter var mer insatta än andra i ämnet ESG-frågor och integrering av dessa i investeringsprocessen. Även om undersökningen var anonym kan några respondenter ha undvikit att delge information vilken de ansåg var för känslig, alternativt gett osanningsenlig information för att inte ställa företaget i dålig dager.

### **3.4 Studiens trovärdighet**

Reliabilitet och validitet är två begrepp som används vid utvärdering av forskningsstudier (Bryman & Bell, 2005). Reliabilitet är en fråga om studiens metod och analys leder till en följdriktig upptäckt, medan validitet berör frågan om studien mäter det som den är avsett att mäta. Trots att dessa två ovannämnda begrepp vanligtvis används i kvantitativa forskningar, argumenterar LeCompte och Goetz i Bryman och Bell (2005) att modifierad reliabilitet och validitet kan tillämpas även vid utvärdering av kvalitativa studier.

#### *Extern reliabilitet*

Ett kriterium som tillämpas vid granskning av studiens reliabilitet handlar om möjligheten att replikera kvalitativa undersökningar (Bryman & Bell, 2005). I syfte att tillgodose extern reliabilitet är det viktigt för forskare som upprepar en kvalitativ studie att gå in i en liknande social roll som den föregående forskaren för att kunna jämföra resultatet mellan de två studierna. Detaljerad beskrivning av metoden som tillämpades för datainsamlingen i den här studien gör det möjligt för en annan kvalitativ forskare att replikera undersökningen. En ingående redogörelse för hela arbetsprocessen steg för steg finns tillgänglig under rubriken "tillvägagångssätt". Genom att beskriva allt från första kontakten med respondenterna till hur bearbetning av insamlad data gick till ansågs studien uppfylla krav på extern reliabilitet.

### *Intern reliabilitet*

Begreppet innebär att forskare som jobbar tillsammans är överens om hur insamlad data ska tolkas (Bryman & Bell, 2005). Bearbetning av intervjumaterial som samlades in utfördes av båda uppsatsskribenter tillsammans vilket var ett sätt att eliminera eventuella oenigheter rörande datatolkningen. En öppen kommunikation och diskussion av det gemensamma arbetet under processens gång resulterade i en överensstämmelse gällande databearbetning vilket uppfyllde krav på intern reliabilitet.

### *Extern validitet*

Kriteriet handlar om huruvida studiens resultat kan generaliseras till andra sociala miljöer och situationer (Bryman & Bell, 2005). Genom att ha ett urval som inkluderar alla privata och offentliga venture capital som är listade medlemmar på SVCAs hemsida anses studiens resultat ge en relativt korrekt bild av hur implementering av ESG-kriterier i investeringspraxis sker i verkligheten. En faktor som kan bidra till en försämrad extern validitet är det faktum att implementering av ESG-frågor i venture capital-verksamheten är ett relativt nytt koncept som utvecklas och förändras hela tiden vilket gör det problematiskt att generalisera studiens resultat. Eftersom syftet med studien var att skapa förståelse för ett fenomen istället för att generalisera resultat ansågs svårigheter gällande generalisering ha en underordnad roll.

### *Intern validitet*

Begreppet syftar på en god överensstämmelse mellan forskarens observationer och slutsatser (Bryman & Bell, 2005). I syftet att uppfylla krav på intern validitet genomfördes intervjuerna på ett sätt som minskar eventuella subjektiva tolkningar av det insamlade materialet. Uppföljningsfrågor som ställdes vid behov var ett verktyg att tydliggöra respondenternas svar vilket minimerade risker för felaktig interpretation av datan. I slutet av varje intervju blev samtliga medverkande deltagare tillfrågade om det var någonting annat de önskade att tillägga gällande implementering av ESG-frågor i investeringspraxis. Det som ytterligare skulle förbättra den interna validiteten vore att låta informanterna läsa igenom en sammanfattning av intervjun för att säkerställa att informationen uppfattades korrekt. Dock ansågs de vidtagna åtgärderna i form av förtydligande av svar och komplettering av informationen vara tillräckliga för att uppfylla krav på intern validitet.

## **3.5 Källkritik**

Merparten av artiklarna som användes i studien hämtades från olika databaser med vetenskapligt granskade tidskrifter. Vid sökning efter artiklar användes två sökverktyg - SöderScholar och Google Scholar. Publikationer som fanns tillgängliga på SöderScholar ansågs vara tillförlitliga med anledning av att de hämtades från vetenskapligt granskade tidskrifter. Vissa artiklar som hämtades från Google Scholar är inte med säkerhet vetenskapligt granskade utan bedömdes utifrån eget omdöme. Samtliga artiklar har dock citerats i andra studier, varvid de ansågs som tillräckligt tillförlitliga att använda.

Flertalet källor som behandlade ansvarsfulla investeringar och ESG-frågor publicerades mellan åren 2003-2009. Med anledning av att implementering av ESG-kriterier i investeringspraxis är ett fenomen som ständigt utvecklas och förändras finns det risk att äldre publikationer innehåller föråldrad information. I syfte att åtgärda den ovannämnda problematiken kompletterades beskrivning av ESG-fenomenet med tre tidsaktuella artiklar som publicerades år 2013. Blandningen av äldre källor och nyare artiklar bidrog till en allsidig förståelse för utvecklingen av ESG som fenomen.

Ett fåtal artiklar hämtades direkt från hemsidor och saknar vetenskaplig grund, exempelvis Chamberlain (2013) publicerad på Forbes Magazine. Artikelförfattaren har enligt egen utsago fått över 60 artiklar publicerade och har citerats i tidningar som Wall Street Journal och New York Times. Trots att påståendets sanningsenlighet inte kunde bekräftas ansågs artikeln tillförlitlig i samband med Forbes Magazines trovärdighet som finansiell nyhetsförmedlare. En annan källa som användes i studien skrevs av Graaf och Slager (2009) och hämtades från Social Science Research Network. Trots att det rådde tvivel kring källans vetenskapliga granskning ansågs artikeln vara tillförlitlig på grund av sin vetenskapliga karaktär och eftersom den har citerats i andra studier.

I studien citerades ett blogginlägg av Anders Isaksson (2009). Blogginlägget betraktades som en osäker källa och krävde extra kritisk granskning. Isaksson var lektor i företagsekonomi vid handelshögskolan vid Umeå universitet och har bedrivit forskning kring miljöteknik, hållbarhet och socialt ansvarstagande inom venture capital-sektorn. Bloggen är en del av ett bloggprojekt initierat av Entreprenörskapsforum och forskare vid ett antal svenska högskolor med målsättning att diskutera deras forskning och undervisning om entreprenörskap och aktuella samhällsfenomen. (E-spegeln, 2010) Källan ansågs därmed som tillförlitlig och relevant för studien.

I arbetet användes även data från rapporter och information hämtad från organisationers och företags hemsidor. Rapporter gällande SRI och ESG-frågor publicerades under åren 2012-2014 vilket ansågs bidra till studiens aktualitet. Det har inte med säkerhet kunnat styrkas om informationen som hämtades från organisationers och företags hemsidor var opartisk. Informationen användes därför med ett kritiskt förhållningssätt och vissa delar som eventuellt kunde anses vara partiska uteslöts.

## 4 Resultat

---

*I kapitlet presenteras empiriskt resultat av genomförda intervjuer med elva representanter från venture capital-bolag i Sverige. Intervjuszvaren presenteras separat för samtliga respondenter med en inledande kort beskrivning av varje enskilt företag som medverkade i studien.*

---

### 4.1 Respondent 1

*Första respondenten är ett privatägt specialiserat venture capital-företag vars fokus ligger på investeringar i nyetablerade bolag inom finansiell teknologi i den nordeuropeiska regionen.*

#### Personlig intervju med respondent 1 (Partner & Investor Relations och Partner & Investment Manager)

Respondenten investerar främst i finansiella bolag, där produkten utgörs av finansiella tjänster och inte medför någon miljöpåverkan. Företaget har inga skrivna policier gällande ESG-frågor, men betonade att de aldrig skulle investera i ett portföljbolag med negativ miljöpåverkan om så skulle vara fallet. Investeringsobjekten utgörs av små bolag vilket inte medför någon eventuell överkonsumtion. Företaget är relativt litet vilket enligt respondenten är orsaken till att de inte reviderar policier i sina portföljbolag. Respondenten menar att ju större företaget är desto större möjlighet finns att påverka. Eftersom företaget inte har många anställda har de inte heller några riktlinjer angående könsfördelning inom företaget. Rätt kompetens anses vara viktigare än en helt jämfördelad könssammansättning i företaget.

Gällande internt arbete med ESG-frågor lägger respondenten mest vikt vid G-frågor. Eftersom företaget arbetar med ekonomiska transaktioner finns det ett krav från företagsägarna att arbetet sköts på ett korrekt sätt. Respondenten vidhåller att det är en extremt känslig bransch om något fel skulle begås, exempelvis pengatvätt. Företagets verksamhet kontrolleras även av Finansinspektionen.

Vid utvärdering och analys av potentiella investeringsobjekt före investeringsbeslutet beaktas både sociala- och bolagsstyrningsfrågor. Företaget har nolltolerans gällande mutbrott, pengatvätt och svarta transaktioner, vilket kontrolleras av externa jurister. Respondenten påpekade att de avstår från att göra investeringar som skulle medföra att människor hamnar i en dålig sits genom exempelvis ockerräntor. Det är ett krav från ägarna att transparensen ökas för slutkunden.

Under investeringsperioden har respondenten kontinuerlig kontroll eftersom de sitter i portföljbolagens styrelser och har ett stort ansvar för att bolagen sköts på rätt sätt. Det utförs kontinuerliga månadsuppföljningar av bolagens verksamhet, och ibland utförs kontroller av en extern part.

## 4.2 Respondent 2

*Andra respondenten är ett privatägt specialiserat venture capital-företag som är verksamt i Europa, USA och Asien och investerar i finansiell teknologi.*

### Personlig intervju med respondent 2 (Investment Manager)

Respondenten angav att det var komplicerad att sammanfatta en övergripande ståndpunkt gällande hållbarhetsagenda med anledning av att företaget är ägare i mer än 30 bolag. Samtliga av respondentens investeringsobjekt arbetar med fokus på en mer effektiv resursanvändning vilket skapar värde för konsumenter och leverantörer. Respondenten ansåg att samhällets fokus på miljö- och hållbarhetsfrågor är annorlunda i dagsläget jämfört med tidigare vilket gör det svårt att skapa ett bolag som inte tar hänsyn till dessa frågor. Respondenten framhävde att hållbarhetsfrågor står högt upp på agendan och diskuteras aktivt inom företaget.

Företagets interna arbete med ESG-frågor sker genom att respondenten tar avstånd från att investera i vissa förutbestämda sektorer, exempelvis gambling, porr, erotik och vapenproduktion. Företaget investerar inte i bolag som kan ha dålig inverkan, som att sälja lotter till fattiga människor. Enligt respondenten läggs stor vikt på företagets varumärke och rykte eftersom det är problematiskt att bygga varumärken associerade med positiva känslor om företaget inte bidrar till samhället. Det interna arbetet med ESG-faktorer är ett verktyg som företaget använder för att uppnå ett gott rykte.

Enligt respondenten är det genomgående hög kvalitet på portföljbolagen. Vid val och analys av investeringsobjekt granskas bolagens policier gällande miljö- och sociala frågor. Därefter kontrolleras att bolagens verksamhet i praktiken överensstämmer med bolagens skrivna policier. Företaget tar hänsyn till bolagsstyrningsfrågan genom att genomföra en grundlig due diligence-process med många uppföljningsmöten.

Under investeringsperioden bedriver företaget ad hoc-uppföljning i bolagen, samt kvartalsvis uppdatering angående bolagens verksamhet.

## 4.3 Respondent 3

*Respondent 3 är ett privatägt generellt venture capital-företag med inriktning på investeringar i tidigt skede inom Skandinavien.*

### Telefonintervju med respondent 3 (VD)

Respondenten tillämpar inga policier eller förutbestämda regler angående ESG-frågor, utan investerar utifrån ett lagstiftningsperspektiv. Alla företag som befinner sig inom lagens

ramar är ett potentiellt investeringsobjekt. Det förekommer inte heller något internt arbete med ESG-kriterier inom företaget. Som privat investerare arbetar respondenten utifrån sitt eget sunda förnuft och agerar efter sin egna moraliska kompass.

Analys och utvärdering av varje investeringsfall hanteras utifrån sina egna meriter. Respondenten gör egna moraliska värderingar vid övervägande av ett investeringsförslag. Enligt respondenten handlar det om huruvida respondenten är beredd att vara en delägare i ett bolag och kunna stå för bolagets verksamhet. Det har förekommit förfrågningar som avböjts, till exempel från företag inom tobaksbranschen.

Under investeringsperioden görs ingen särskild uppföljning utöver kontroll av att bolagen gör vad de förbundit sig att göra och att bolagen följer lagstiftningen, men det finns ingen egen agenda från respondentens sida.

#### **4.4 Respondent 4**

*Respondent 4 är en privat förvaltare av fastighetsfonder i norra Europa.*

##### Telefonintervju med respondent 4 (Fund Manager)

ESG-frågor är en av många komponenter som respondenten tar hänsyn till vid förvärv av fastigheter. Det är en integrerad process som utgör en del av verksamheten. Respondenten angav att företaget försöker kontinuerligt förbättra sina affärsprocesser i enlighet med lagar och andra regler samt minska sin miljöpåverkan och förhindra föroreningar. Bland annat görs mätningar av energi- och vattenförbrukning, samt årliga affärsplaner innefattande mål som skall uppnås under året. Respondenten anser att beaktande av ESG-faktorer är ett sätt för företaget att minska risker och öka avkastningen. Vid förvärv av fastigheter läggs mer vikt vid risker och vid utveckling läggs mer fokus på möjligheter. Under investeringsperioden följs förvaltnings- och utvecklingsfaser upp och resultatet presenteras i en hållbarhetsrapport.

Internt finns vissa övergripande principer gällande ESG-frågor, exempelvis vilka material som får eller inte får användas. Företaget strävar efter att göra rätt i varje enskilt fall, men de uppsatta riktlinjerna följs inte strikt.

#### **4.5 Respondent 5**

*Respondent 5 är ett privat venture capital-företag som investerar i nystartade projekt inom life science-branschen.*

##### Telefonintervju med respondent 5 (VD)



Respondenten angav att verksamheten främst fokuserar på att hjälpa forskare och akademiker ta sina forskningsidéer till nästa nivå för att sedan bilda ett bolag ihop. Eftersom investeringar görs i ett tidigt skede är det komplicerat att utvärdera den nybildade verksamheten utifrån ESG-frågor - utvärderingen sker i ett senare skede. Trots att det saknas specifika policier eller riktlinjer gällande hållbarhetsfrågor finns det alltid en etisk frågeställning kring läkemedelsutveckling som berörs kontinuerligt vid utvärdering av nya projekt. Miljöfrågan berörs när det kommer till materialinköp från leverantörer - det är viktigt att produkterna uppfyller de krav som finns, exempelvis vid inköp av kemikalier. Beaktande av ESG-kriterier anses av respondenten vara en fråga om överlevnad då det är viktigt att verksamheten byggs på en sund affär i botten.

Internt arbete med ESG-frågor sker kontinuerligt vid inköp av tjänster och produkter. Trots att det saknas en övergripande policy inom företaget angående ESG-kriterier påpekade respondenten att det sker en noggrann granskning av leverantörer. Eftersom respondenten jobbar med läkemedel är det centralt att upprätthålla vissa standarder gällande produkterna. I enlighet med lagen krävs studier och externa prövningar av ansökningar för att produkten ska bli godkänd på marknaden. Hållbarhetsfrågor är vardagsfrågor för respondentens verksamhet inom life science.

Vid val och analys av investeringsförslag förekommer en ordentlig undersökning av eventuella projekt. Kliniska prövningar står högt upp på listan enligt respondenten och vävs in redan i början av investeringsbeslutet. Respondenten anser att företaget har ett stort ansvarstagande inom branschen i samband med investeringar i läkemedel som påverkar människors hälsa. Miljöpåverkan är ingen fråga som diskuteras aktivt utan det handlar mer om att samarbeta med pålitliga leverantörer som sköter den delen.

Respondenten tar hänsyn till ESG-frågor under investeringsperioden i form av kontinuerlig kontroll och uppföljning av portföljbolagen.

## **4.6 Respondent 6**

*Respondent 6 är ett privat investeringsbolag som främst investerar i senare skeden i olika branscher.*

### Telefonintervju med respondent 6 (VD)

Företaget har ingen skriven policy vad gäller ESG-frågor utan går efter sin egna moraliska kompass. Utöver det gäller rådande lagstiftning, men respondenten menar att det är viktigt att även lägga till faktorer som har en positiv påverkan på samhället. Internt sker inget arbete med ESG-frågor, dessa hanteras i samband med investering där varje fall enskilt diskuteras och beslutas om. Före ett investeringsbeslut hanteras ESG-faktorer endast om det

är nödvändigt, men legala frågor beaktas alltid eftersom det kan bli kostsamt om företaget skulle begå något fel.

I större bolag försöker respondenten påverka arbetet med ESG-frågor genom att till exempel integrera praktikanter och personal från olika kulturer. Respondenten menar att det även är viktigt att bolagen deltar i samhällsdebatter. Det viktigaste enligt respondenten är att företaget i egenskap av ledning har en moralisk kompass och att de finner det roligt och viktigt att arbeta med ESG-frågor.

#### **4.7 Respondent 7**

*Respondent 7 är ett privat investeringsföretag som investerar i industri- och fastighetssektorn i Norden.*

##### Telefonintervju med respondent 7 (Investeringsansvarig)

Respondenten sade att det existerar inga skriva riktlinjer gällande arbetet med ESG-frågor. Respondenten angav att moraliska värderingar och magkänslan är en viktig aspekt som påverkar investeringsbeslut men det som utgör en drivande faktor är affärsmöjligheter. Respondenten förklarade vidare att investeringsprojekt som förutom att vara en potentiell bra affärsmöjlighet bidrar till en positiv påverkan på miljön är ett attraktivt investeringsalternativ. Ett stabilt kassaflöde är dock den avgörande faktor som bestämmer om investeringen ska göras eller inte.

Att vara miljömedveten och göra smarta miljömässiga val där möjligheten och utrymme tillåter det är en del av det interna arbetet med ESG-frågor, enligt respondenten.

#### **4.8 Respondent 8**

*Respondent 8 är en fond (statligt venture capital-företag) som investerar i företag i tidiga skeden.*

##### Telefonintervju med respondent 8 (VD)

Enligt respondenten är investeringsfonden en del i en kontext och i verksamheter som arbetar för tillväxt, vilket gör det viktigt att arbeta med samhällsutveckling och hållbarhetsfrågor. Prioriterade investeringsområden innefattar sektorer som hälsa och välfärd, miljö och energiteknik. Respondenten investerar inte i verksamheter inom tobaks-, spel- och vapenindustri.

Innan en eventuell investering görs har fonden som uppdrag att kontrollera en check-lista innefattande hållbarhetsfrågor, vilket underlättar i avgörandet om vad som är rätt eller fel.

Eftersom det handlar om en fond och inte ett företag finns inga anställda, utan arbetet med ESG-frågor sker i de bolag fonden har investerat i. Under investeringsperioden arbetar fonden aktivt med ESG-frågor i syfte att motivera företaget i vilket investeringen skett att göra detsamma. Respondenten menar att det är omöjligt som ny aktör att nå ut på en marknad utan att redovisa hur ESG-frågor hanteras inom företaget.

## 4.9 Respondent 9

*Respondent 9 är ett privat venture capital-företag som gör investeringar i nordiska företag inom IT, mjukvara och e-handel.*

### Telefonintervju med respondent 9 (Investment manager)

Företaget har ingen speciell ståndpunkt gällande ESG-frågor. Enligt respondenten vill företaget gärna ta hänsyn till ESG-faktorer, men har ingen skriven policy för detta eftersom de är ett så litet företag. Investeringar sker efter företagets moraliska kompass - om ett potentiellt investeringsobjekt skulle ge en bra avkastning men ha en dålig inverkan på samhället görs ingen investering. Innan investering görs en generell bedömning från fall till fall. Företaget försöker enligt respondenten hålla en god affärsetik där all verksamhet skall vara laglig och etiskt korrekt. Under investeringsperioden blir ESG-frågor mer relevanta ju större företaget blir. Även om det enligt respondenten inte sker något strukturerat arbete med dessa frågor brukar de ändå ofta hanteras.

## 4.10 Respondent 10

*Respondent 10 är en fond (statligt venture capital-företag) som investerar i små och medelstora svenska tillväxtföretag inom olika branscher.*

### Mejlintervju med respondent 10 (Kommunikationschef)

Respondenten angav att hänsynstagande till hållbarhetsaspekter är en integrerad del av verksamheten. ESG-frågor är ett av investeringskriterierna som bidrar till att minimera eventuella risker kopplade till affärsetik, produktsäkerhet eller förhållanden i leverantörsledet. Respondenten beaktar ESG-kriterier vid val och analys av investeringsalternativ genom att avstå från investeringar i företag med verksamhet inom vapen, alkohol, tobak och pornografi.

Under investeringsperioden kontrollerar respondenten att portföljbolagens hållbarhetsarbete bedrivs på ett ansvarsfullt sätt genom vara en aktiv styrelsemedlem. Att identifiera och hantera hållbarhetsrelaterade risker i varje enskild verksamhet är en viktig del av arbete med ESG-frågor, enligt respondenten. Respondenten jobbar med att ta fram en process där hållbarhetsfrågorna följs upp, åtminstone en gång varje år i varje bolags styrelse.

Det interna arbetet med ESG-frågor är viktigt enligt respondenten. Det finns en uppförandekod som berör hållbarhetsfrågor - exempelvis att klimatkompensera flygresor, prioritera miljövänliga transportmedel samt öka medvetenhet om hållbarhetsaspekter bland anställda.

#### **4.11 Respondent 11**

*Respondent 11 är en fond (statligt venture capital-företag) som investerar i privatsektorutveckling i låg- och medelinkomstländer.*

##### Personlig intervju med respondent 11 (ESG-manager)

Beaktande av ESG-frågor är en helt integrerad process i företaget som utgörs av experter, enligt respondenten. Att ta hänsyn till hållbarhetsrelaterade frågor är inte enbart ett riskminimerande verktyg men även är en grundpelare för hela verksamheten. Respondenten följer ett antal ramverk och internationella principer för ansvarsfull investering och hållbart företagande liksom de internationella riktlinjer som finns kring miljöhänsyn, mänskliga rättigheter, arbetsvillkor, antikorruption och affärsetik. Respondenten berättade vidare att eftersom miljöansvar liksom socialt ansvar och bolagsstyrning utgör centrala ansvarsfrågor i arbetet finns det flera skrivna policier som ska följas. Det finns även en uppförandekod som fungerar som etisk kompass bland anställda inom företaget, förklarade respondenten.

Vid val och analys av investeringsalternativ prioriteras investeringar inom sektorer som innefattar tillverkande industri och tjänstesektor, finansiella institutioner som banker och försäkringsbolag, liksom energisektorn. Respondenten tillämpar dessutom en uteslutningslista vilket innebär att företaget avstår från att investera i företag med verksamhet inom exempelvis tobak, alkohol och vapen. Vid utvärdering av ett investeringsförslag gör respondenten en riskkategorisering utifrån ESG-kriterier vilket är en viktig del för att identifiera potentiella hållbarhetsrelaterade risker som påverkar hur många resurser det krävs för att hantera riskerna. Sedan anlitar respondenten en extern konsult som är specialist inom en viss industri för att göra en granskning av ett eventuellt investeringsobjekt. Respondenten har en egen ESG-frågelista som skickas till potentiella investeringsobjekt innan det fattas ett beslut. Vid granskning av möjliga investeringsobjekt lägger respondenten fokus på tre grundkriterier som ska vara uppfyllda - samhällsutveckling, hållbarhet och ekonomisk lönsamhet. Samhällsutvecklingsfrågan innebär hänsynstagande till den påverkan som investering har på utvecklingen av landets privata sektor samt samhället i stort. Respondenten granskar huruvida investeringen har potential att skapa flera arbetsmöjligheter och på så sätt öka landets skatteintäkter. En annan aspekt kan vara en analys av investeringens möjlighet att bidra med bättre och billigare produkter och tjänster. Hållbarhetsfrågan berör ESG-kriterier som innebär sociala och miljörelaterade aspekter samt frågor gällande bolagsstyrning och affärsetik. Ekonomisk lönsamhet handlar om analys av portföljbolagets förmåga att vara en framgångsrik aktör på

marknaden för att kunna bidra till landets utveckling på långt sikt genom att skapa flera arbetstillfällen och genom att betala skatt.

En förutsättning för att investeringen ska bli godkänd är portföljbolagens åtagande att följa respondentens hållbarhetspolicy som innefattar bland annat miljöledningssystem, antikorrupsionspolicy, utbildning i antikorrupsionspolicy, arbete med mänskliga rättigheter, affärsetik och jämställdhet.

Det finns ett integrerat system för uppföljning och påverkansarbete med ESG-frågor under investeringsperioden, enligt respondenten. De tre grundkriterier som respondenten granskar vid analys av investeringsförslaget kontrolleras senare under investeringsperioden.

Respondenten mäter portföljbolagets inverkan på samhället med hjälp av följande indikatorer: arbetstillfällen, skatteintäkter och kunskapsöverföring. Hållbarhetsfrågan följs upp genom att respondenten kontrollerar portföljbolagets arbete med miljöfrågor, arbetsvillkor samt affärsetik. Kriteriet som handlar om ekonomisk lönsamhet granskas genom att undersöka bland annat portföljbolagets tillväxt och avkastning. Kontroll av portföljbolagets arbete med hållbarhetsrelaterade frågor sker i form av regelbunden rapportering till respondenten. Utöver den årliga skriftliga rapporteringen väljer respondenten ett antal portföljbolag för att göra ett personligt besök hos. Efter investeringsperioden utför respondenten en integritetskontroll hos portföljbolagen som säkerställer att pengar som betalats ut har intjänats på ärligt sätt.

## 5 Analys

---

*Kapitlet består av fyra delar innehållande analys av det empiriska resultatet. I första delen analyseras riskkapitalisters övergripande synpunkt gällande ESG. Andra delen innefattar analys av riskkapitalisters interna arbete med ESG. I del tre och fyra analyseras strategier tillämpade för implementering av ESG-kriterier i pre- respektive post-investeringsfasen.*

---

### 5.1 Övergripande synpunkt på ESG-kriterier och bakomliggande motiv

Graaf och Slager (2009) argumenterar att investerarnas integrering av ESG-kriterier baseras på bakomliggande motiv som resulterar i tre strategier för ansvarsfulla investeringar.

Strategierna kan vara finansiellt drivna, etiskt drivna eller värdegaranterande.

Isaksson (2010) menar att investerare inom venture capital har som målsättning att generera vinst vid avyttring av investeringen, vilket innebär att riskkapitalister borde tillämpa en finansiellt driven ESG-strategi. Resultat av den här studien visade att investerarnas övergripande ståndpunkt gällande ESG-kriterier varierar kraftigt.

Enligt Graaf och Slager (2009) går etiskt drivna strategier i linje med investerarens personliga värderingar. I den här studien saknade fyra respondenter en specifik ståndpunkt gällande ESG-frågor men angav att de navigerar efter en egen moralisk kompass. Det visar på att ansvarstagande bland dessa investerare bygger på personliga värderingar snarare än finansiella fördelar. Även om flera investerare oberoende av varandra använde begreppet "moralisk kompass" är det oklart vad respektive investerares moraliska kompass innefattar. Graden av etiskt synsätt är subjektivt och begreppet kan ha olika innebörd för informanterna. Graaf och Slager (2009) tillägger att det i praktiken kan förekomma kombinationer av finansiellt drivna, etik-baserade och värdegaranterande strategier inom investeringsföretag. Påståendet bekräftades av en respondent som angav att *"...moraliska värderingar och magkänslan är en viktig aspekt som påverkar investeringsbeslut men det som utgör en drivande faktor är affärsmöjligheter."*

En annan drivkraft för tillämpning av ESG resulterar i att investerare bedriver finansiellt drivna strategier som fokuserar på avvägningen mellan risk och avkastning, enligt Graaf och Slager (2009). Resultat av den här studien visade att totalt fyra respondenter drivs av finansiella faktorer. Två respondenter angav att risk och avkastning var ett viktigt motiv för hänsynstagande av ESG-frågor vilket går i linje med Isakssons (2010) resonemang om investerarens målsättning. Dessa respondenter kan enligt Adlers och Kritzmans (2008) uppfattning inte betraktas som ansvarsfulla investerare då motivet bygger på strävan efter en ökad avkastning. Ytterligare två informanter uppfattade beaktande av ESG-faktorer i första hand som ett riskminimerande verktyg.

Värdegaranterande strategier sätter långsiktiga finansiella mål i fokus (Graaf & Slager, 2009). Två informanter angav rykte som bakomliggande drivkraft för beaktande av ESG-frågor. Enligt en respondent *"...läggs stor vikt på företagets varumärke och rykte eftersom det är problematiskt att bygga varumärken associerade med positiva känslor om företaget"*

*inte bidrar till samhället.*” Respondenten använder ESG som ett varumärkesbyggande verktyg för att stärka företagets image på lång sikt. Den andra respondenten betonade att arbete med ESG är en fråga om överlevnad då det är viktigt att verksamheten byggs på en sund affär i botten. Svaren talar emot resultatet av rapporten (Nidumolu, Prahalad & Rangaswami, 2009) där det framkom att ökad miljövänlighet kommer att ha en negativ påverkan på konkurrenskraften då det är kostsamt. I den här studien menade respondenterna att hänsynstagande till ESG är ett sätt bedriva en konkurrenskraftig verksamhet som bidrar till långsiktig överlevnad på marknaden.

Svar från ytterligare två respondenter var problematiska att kategoriseras i enlighet med Graaf och Slagers (2009) strategier för ansvarsfulla investeringar. En respondent menade att hänsynstagande till hållbarhetsrelaterade frågor är en *“grundpelare för hela verksamheten”* som utgörs av experter. Andra informanten angav att verksamheten var del i en större kontext som arbetar för tillväxt, vilket gör det viktigt att arbeta med samhällsutveckling och hållbarhetsfrågor. Båda respondenter är representanter för statliga investeringsfonder, vilket innebär att verksamheten främst styrs av statliga intressen (Isaksson, 2010). En statlig ägarstruktur medför att fonderna även anammar statens övergripande synpunkt gällande ESG-frågor.

Studiens resultat indikerade att olika ägarstrukturer inom venture capital påverkar övergripande synpunkt på ESG-kriterier. Statligt ägda fonder inom venture capital-sektorn är benägna att ha en hög medvetenhet om hållbarhetsrelaterade frågor som genomsyrar kärnverksamheten. Privatägda venture capital-företag visade i studien ha större frihet att anpassa graden av hänsynstagande till ESG efter eget omdöme beroende på olika motiv som personliga värderingar, riskminimering eller långsiktig överlevnad på marknaden.

Studien visade inga samband mellan investerarnas övergripande synpunkter gällande ESG-frågor och investeringsinriktningar, investeringsskeden eller geografiskt verksamhetsområde.

## **5.2 Internt arbete med ESG-frågor**

Enligt Juravle och Lewis (2008; citerade i Graaf & Slager, 2009) är internt arbete med värderingar, strukturer och processer inom organisationer väsentligt för en framgångsrik implementering av hållbarhetsrelaterade frågor. Isaksson (2009) argumenterar att ESG-faktorer bör utgöra en del i företags affärsplaner för att skapa värde i framtiden.

Sju respondenter, varav samtliga representerade privata venture capital-företag, angav att det saknas skrivna policies och riktlinjer gällande arbete med ESG-kriterier. Resultatet visar på samma tendens som undersökningen utförd av PWC (2012) där 50 % av de medverkande venture capital-företagen sade sig sakna policies för ESG-frågor. Brist på tydliga riktlinjer som erbjuder en praktisk vägledning inom ämnet betonades även av Graaf och Slager (2009). Problematiken beror bland annat på brist på kunskap och medvetenhet

om hur hållbarhetsrelaterade frågor kan integreras i kärnverksamhetens policies och strategier (Sikken, 2011).

Trots att respondenternas svar indikerade en brist på skrivna policies gällande arbete med hållbarhetsrelaterade frågor inom det egna företaget, förekom ändå andra "oskrivna" former av internt arbete med ESG-kriterier. De flesta företag utan skrivna policies visade ändå på ett engagemang och en positiv inställning till ESG, vilket är värdeskapande enligt Isaksson (2009). En respondent framhövde att hållbarhetsfrågor placerades högt upp på agendan och diskuterades aktivt inom företaget, medan en annan informant betraktade internt arbete med ESG-kriterier som vardagsfrågor. Hänsynstagande till miljörelaterade (*environmental*) frågor lyftes fram mest bland respondenterna. En av informanterna betonade ett avståndstagande från investeringar i portföljbolag med negativ miljöpåverkan. En annan informant angav att en del av det interna arbetet var att vara miljömedveten samt göra smarta miljömässiga val där möjligheten och utrymme tillåter. Internt arbete med sociala (*social*) frågor uttrycktes genom ett avståndstagande från investeringar i sektorer som är skadliga för samhället. En respondent angav att mest vikt lades på företagsstyrningsfrågor (*governance*) i det interna arbetet med ESG.

Studien visade att anledningen till vilka av de tre ESG-frågorna som prioriterades av de medverkande respondenterna utan skrivna policies varierade mellan bakomliggande motiv och investeringsinriktning. Internt arbete med miljörelaterade frågor var vanligast bland företag vars investeringsfokus låg på utveckling och tillverkning av en fysisk produkt, exempelvis inom life science-branschen och fastighetsbranschen. Hänsynstagande till sociala frågor förekom främst hos företag med rykte som bakomliggande motiv för arbete med ESG. Företagsstyrningsfrågor uppmärksammades av en respondent inom finansiell teknologi med anledning av att branschen är extremt känslig om ett fel skulle begås samt att företaget inte investerar i fysiska produkter. Investeringsinriktning visade sig vara en bidragande orsak till det interna arbetet med miljöfrågor och företagsstyrningsfrågor medan arbetet med sociala frågor drevs av bakomliggande motiv för arbete med ESG.

Fyra medverkande respondenter i studien angav att det interna arbetet med hållbarhetsrelaterade frågor skedde efter uppsatta riktlinjer. Samtliga fyra informanter representerade fonder, varav en privat och tre statliga. Representanten från den privata fonden menade dock att de uppsatta principerna inte följdes strikt. Riktlinjerna var enligt informanterna checklistor innefattande hållbarhetsfrågor, övergripande principer gällande val av material, samt en uppförandekod som syftar på att öka medvetenhet om hållbarhetsaspekter bland anställda. Hänsynstagande till miljörelaterade (*environmental*) frågor lyftes även här fram före sociala (*social*) och företagsstyrningsfrågor (*governance*). En informant följde ett antal ramverk, internationella principer och en uppförandekod vilken fungerar som etisk kompass bland anställda inom företaget.

Resultatet av den här studien visade att de medverkande respondenterna från statliga venture capital-fonder följde skrivna policies för internt arbete med ESG-frågor. Representanter för privata venture capital-företag arbetade på ett icke-standardiserat sätt



genom tillämpning av “oskrivna” riktlinjer för internt arbete med ESG. Skillnaden i ägarstruktur kan vara en bidragande orsak till att de statligt ägda venture capital-fonderna hade ett mer strukturerat internt arbete med hållbarhetsrelaterade frågor än privata venture capital-företag. Statligt ägda venture capital-fonder styrs av statliga intressen (Isaksson, 2010) vilket påverkar verksamhetens interna struktur och eventuellt leder till mer strikta regler och uppsättning av policies. Privata venture capital-företag styrs av privata intressen (Isaksson, 2010) vilket ger utrymme för större frihet gällande den interna strukturen och arbetet med ESG. Privata investerare anpassar sitt interna arbete med ESG efter behov utifrån investeringsinriktning samt eget omdöme och engagemang.

Att få alla anställda inom företaget att arbeta i linje med organisationens mål och värderingar är en framgångsfaktor för implementering av ESG-kriterier internt enligt Juravle och Lewis (2008; citerade i Graaf & Slager, 2009). Ett sätt att uppnå detta är genom införande av gemensamma policies och riktlinjer. Studieresultatet visade att även “oskrivna” riktlinjer fungerar som ett verktyg för internt arbete med ESG eftersom samtliga respondenter uppvisade medvetenhet gällande hållbarhetsrelaterade frågor.

### **5.3 Implementering av ESG-kriterier i pre-investeringsfas**

Det finns ett antal olika strategier för implementering av ESG-kriterier i pre-investeringsfasen som kan tillämpas av investerare. Strategierna kategoriserades och delades upp i tre rubriker efter tillvägagångssätt gällande arbete med hållbarhetsrelaterade frågor: *screening*, *målgruppsinvesteringar* och *utvärdering av portföljbolag* (se figur 2). Utifrån studiens resultat identifierades flera strategier som nämndes i tidigare forskningar. Vissa strategier tillämpades oftare än andra av respondenterna för implementering av ESG-frågor i investeringspraxis. En blandning av de olika strategierna var vanligt förekommande svar bland informanterna.

#### *Screening*

Tio respondenter av elva tillämpade någon form av screening vid val av investeringsobjekt. Den vanligaste typen som identifierades utifrån respondenternas svar var negativ screening. Negativ screening används för att identifiera och aktivt undvika att finansiera företag vars produkter, tjänster och affärsmetoder anses vara skadliga för individer, samhället eller miljön. (Renneboog, Horst & Zhang, 2008). Studien visade det tillämpades en uteslutningsprincip vid val av investeringsalternativ i form av avståndstagande från investeringar i vissa sektorer. Hänsynstagande till sociala frågor uttrycktes av i form av undvikande från investeringar i verksamheter med negativ påverkan på samhället, som alkohol, tobak, porr, vapenproduktion och spel. Negativ screening av företagsstyrningsfrågor (*governance*) tillämpades av en respondent genom “*nolltolerans gällande mutbrott, pengatvätt och svarta transaktioner*”. Studien visade att sociala frågor beaktades mest vid tillämpning av negativ screening, medan avståndstagande från verksamheter med negativ miljöpåverkan inte nämndes av någon informant. Tillämpning

av negativ screening dominerade som svar bland informanter som representerade privata venture capital-företag vilket var ett sätt att minska risker gällande ESG-frågor.

Empirin visade på en tillämpning av positiv screening bland några få respondenter. Humphey och Tan (2013) beskriver positiv screening som en strategi där investerare aktivt väljer att finansiera företag med önskvärda egenskaper som upprätthåller goda arbetsnormer och mänskliga rättigheter, har sund miljöpolitik och praxis och vars produkter är säkra att använda. Investeringsalternativ med positiv påverkan på samhället eller miljön betraktades som attraktiva av respondenterna i den här studien vilket identifierades som tillämpning av positiv screening. Enligt en respondent prioriterades sektorer som hälsa och välfärd samt miljö- och energiteknik vid investering. Miljö- och sociala frågor lyftes fram i lika stor utsträckning vid tillämpning av positiv screening, medan företagsstyrningsfrågor inte nämndes av informanterna. Respondenter som representerade statliga venture capital-fonder tillämpade positiv screening i större utsträckning än informanter från privata venture capital-företag.

En kombination av negativ och positiv screening vilken Renneboog, Horst och Zhang (2008) refererar till som en integrerad strategi identifierades i det empiriska resultatet av studien. Svaren från en informant indikerade på en blandning av negativ och positiv screening. Sektorer som hälsa och välfärd, miljö och energiteknik prioriterades av informanten medan verksamheter inom tobaks-, spel- och vapenindustri undveks.

Empirin indikerade även på en tillämpning av produkt- och processfokuserade strategier i investeringspraxis. Produktfokuserade strategier innebär att investerare väljer portföljbolag vars produkter erbjuder hållbara lösningar för samhället, medan processfokuserade strategier fokuserar på företag med god företagsstyrning eller god miljöhantering (Blanc, Goldet & Hobeika, 2009; Wood & Hoff, 2007). Strategierna innebär även uteslutande av investeringar i vissa typer av företag inom sektorer som kan uppfattas som oetiska. Respondenterna i den här studien indikerade på en produktfokuserad tillämpning av negativ screening genom ett avståndstagande från investeringar i vissa sektorer som producerade varor vilka ansågs vara skadliga för samhället. Empirin visade även på en processfokuserad tillämpning av negativ screening i samband med att ett antal respondenter granskade investeringsobjektets policier gällande miljö-, sociala och företagsstyrningsfrågor. Produkt- och processfokuserad tillämpning av screening i studien betonade ett avståndstagande från potentiellt ofördelaktiga investeringsobjekt snarare än fokus på företag med god företagsstyrning eller god miljöhantering. Produkt- och processfokuserade strategier användes av investerare i syfte att sortera bort investeringsalternativ som medförde risker kopplade till miljö-, sociala eller företagsstyrningsfrågor.

Top level screening är en annan strategi för screening som används för undersökning om investeringsobjektets värden och principer går i linje med det egna företaget, enligt PWC och Waterman, (2014). Top level screening tillämpades som en strategi för integrering av ESG-frågor av en respondent. Informanten utvecklade svaret vidare och angav att det

handlade om övervägande *“huruvida man är beredd att vara en delägare i ett bolag och kunna stå för bolagets verksamhet.”*

### *Målgruppsinvesteringar*

*Community Investing* innebär socialt ansvarsfull investering i samhällsgrupper som annars är försummade av traditionella aktörer inom den finansiella sektorn (US SIF, 2007). Syftet är enligt Schueth (2003) att uppnå det dubbla målet att generera vinster och dessutom göra skillnad. Blanc, Goldet och Hobeika (2009) och Wood och Hoff (2007) har identifierat samma strategi, men omnämner den *Ekonomisk målgrupps-* och *“double-bottom line”-strategi*.

I studien kunde ett framträdande fall av community investing urskiljas. Informanten representerade en statlig fond som investerar i privatsektorutveckling i låg- och medelinkomstländer. Vid granskning av möjliga investeringsobjekt lade respondenten fokus på tre grundkriterier som skulle vara uppfyllda - samhällsutveckling, hållbarhet och ekonomisk lönsamhet. Enligt informanten undersöktes huruvida investeringen skapade fler arbetsmöjligheter, förbättrade produkter, och om portföljbolaget hade potential att bidra till landets utveckling på lång sikt. Ytterligare en respondent från en statlig fond uttryckte att eftersom fonden var del i verksamheter vilka arbetar för tillväxt var arbete med samhällsutveckling och hållbarhetsfrågor av stor vikt, vilket i studien tolkades som ett sätt att tillämpa strategi för målgruppsinvesteringar.

### *Utvärdering av portföljbolag*

PWC och Waterman (2014) ger i sin rapport riktlinjer för hur ESG-frågor kan implementeras under utvärderingen av portföljbolagens affärsprofil (business profile) och under due diligence-processen. Studien visade att några respondenter inkluderade hänsynstagande av ESG-kriterier under dessa skeenden. En respondent angav en granskning av investeringsobjektens policier gällande miljö- och sociala frågor, samt att bolagens praktiska verksamhet överensstämmer med skrivna policier. Respondenten menade även att due diligence-processen var grundlig med många uppföljningsmöten. Ingen vidare förklaring gavs dock kring hur stort utrymme ESG-frågor fick under processen. Ytterligare en informant menade att vid utvärdering av investeringsförslag utfördes en riskkategorisering utifrån ESG-kriterier. När potentiella risker och resursbehov för hantering av riskerna identifierats anlätades en extern konsult för ytterligare granskning av investeringsobjektet. Innan ett investeringsbeslut fattades skickades även en frågelista angående ESG-hantering ut till investeringsobjektet. Denna informant investerade i låg- och medelinkomstländer, vilket troligen medför högre risker och därmed kräver större hänsynstagande till ESG-kriterier än övriga medverkande i studien.

Det empiriska resultatet indikerade på att tillämpning av olika strategier för integrering av ESG-frågor var komplicerade att placera strikt under de olika stegen av pre-investeringsfasen då det saknades tydliga gränser. I pre-investeringsfasen ingår stegen deal

origination, screening, evaluation och deal structuring (Tyebjee & Bruno 1984; Fried & Hisrich, 1994). Deal origination handlar om hur venture-capitalister hittar och väljer ut potentiella investeringsobjekt. Under screening-processen undersöker venture capital-företaget om det potentiella investeringsobjektet lever upp till specifika krav, till exempel bransch eller geografiskt område. Nästa steg, evaluation, innefattar granskning av affärsplan och annan information för att kunna bedöma investeringens eventuella risker och avkastning.

*Screening-strategier* och *målgruppsinvesteringar* handlade om valet av investeringsobjekt samt en granskning av huruvida vissa specifika krav var uppfyllda gällande ESG-kriterier, vilket hörde till deal origination och screening-steg. Enligt Tyebjee and Bruno (1984) är screening-processen central eftersom det där fattas beslut om investeringen skall gå vidare till nästa steg. Påståendet bekräftades av den här studien då majoriteten av respondenterna lyfte fram tillämpning av olika strategier för screening i pre-investeringsfasen. Strategier för *utvärdering av portföljbolag* (business profile och due diligence) tillämpades av informanter för granskning av investeringsobjektens policier gällande ESG-frågor vilket hörde till screening- och evaluation-stegen. Respondenterna i det här investeringssteget bedömde investeringsobjektets eventuella risker kopplade till ESG-kriterier. Tillvägagångssätten för implementering av ESG-kriterier varierar mellan de medverkande respondenterna i studien, vilket enligt Blanc, Goldet och Hobeika (2009) beror på att alla företag är olika. Vidare menar Blanc, Goldet och Hobeika (2009) att på grund av företags olikheter och portföljbolagens olika marknader blir implementering av ESG svårt och tidsödande. Dock uttrycktes inte någon sådan ståndpunkt av informanterna.

## 5.4 Implementering av ESG-kriterier i post-investeringsfas

Riskkapitalister har enligt Isaksson (2010) och Tyebjee och Bruno (1984) möjlighet att påverka portföljbolaget genom ett aktivt ägarengagemang i företagets styrelse. Wood och Hoff (2007) menar att investerare bör använda sitt inflytande för att driva portföljbolagen mot hållbarhet. Under post-investeringsfasen kan *Shareholder Advocacy* (Schueth, 2003) tillämpas, liksom uppföljningsprogram och rapporter (PWC och Waterman, 2014) som verktyg för arbete med ESG-frågor.

Resultatet av studien visade att tillvägagångssättet för implementering av ESG-kriterier i post-investeringsfasen varierade mellan de medverkande respondenterna. Inget fall av *Shareholder Advocacy* i enlighet med Crifos och Forgets (2013) definition kunde identifieras. Informanterna tillämpade istället någon form av uppföljning i portföljbolagen, även om studien visade på skillnader mellan privata venture capital-företag och statliga investeringsfonder. De statliga fondernas uppföljningsarbete gällande ESG visade sig vara mer ingående än bland de privata företagen.

Respondenter från privata venture capital-företag menade att de hade stort ansvar för portföljbolagen, och att ESG-frågor brukade hanteras under de vanliga uppföljningsmötena.

En informant framhöll att även om det inte sker något strukturerat arbete dessa frågor brukar de ändå hanteras. Sociala frågor lyftes fram av en respondent från ett privat venture capital-företag i form av integrering av personal från olika kulturer i portföljbolagen. Informanten uttryckte även att det är viktigt att portföljbolagen deltar i samhällsdebatter och att företaget i egenskap av ledning finner det roligt och viktigt att arbeta med ESG-frågor.

Empirin indikerade som tidigare nämnt att de statliga investeringsfonderna bedrev ett mer strukturerat arbete med ESG-frågor under investeringsperioden. Genom en öppen kommunikation med ledningsgruppen har investerare möjligheten att stimulera positiva förändringar inom företaget som gagnar samhället (Bakshi, 2006). Enligt en respondent skedde arbetet aktivt i syfte att motivera portföljbolaget att ta hänsyn till ESG-kriterier. En annan informant från en statlig fond arbetade med att ta fram en process för uppföljningsarbete med hållbarhetsfrågor. Hos en respondent var arbete med ESG-frågor en helt integrerad process under post-investeringsfasen. Enligt respondenten utfördes mätningar på portföljbolagens inverkan på samhället, samt uppföljning av portföljbolagets arbete med hållbarhetsfrågor. Utöver den skriftliga rapporteringen gjordes personliga besök hos ett antal portföljbolag, vilket enligt PWC och Waterman (2014) är en form av utvärdering på djup nivå.

Resultatet av studien går i linje med det interna arbetet med ESG-frågor - om företaget eller fonden i stor utsträckning arbetade med ESG-frågor internt gällde samma sak även för pre- och post-investeringsperioden. Samma parallell kunde dras gällande de företag som saknade skrivna riktlinjer och policies. De företag som saknade ett strukturerat arbete med hållbarhetsfrågor menade att någon form av uppföljning gällande ESG-kriterier ändå utfördes under investeringsperioden.

## 6 Diskussion

---

*Kapitlet innefattar diskussion kring uppstådda synpunkter vid skrivandet av uppsatsen. Vidare presenteras implikationer samt rekommendationer för framtida studier. Avslutningsvis riktas kritik mot studiens undersökningsmetod.*

---

### 6.1 Avslutande diskussion

Bristen på skrivna policies gällande integrering av ESG-frågor ses som ett problem av Graaf och Slager (2009) vilket enligt Sikken (2011) beror på att det saknas kunskap och medvetenhet om hur hållbarhetsrelaterade frågor kan integreras i kärnverksamheten. Studien visade att bristen på skrivna riktlinjer utgör inget hinder för investerare att arbeta med ESG-kriterier efter eget omdöme. Baserat på studiens resultat kan anledningen för ett lyckat arbete med ESG-frågor trots avsaknad av policies bero på den enskilde investerarens engagemang och medvetenhet. Samtidigt kan bristen på ett strukturerat tillvägagångssätt vid implementering av ESG inom privata venture capital-företag indikera på att arbetet med hållbarhetsrelaterade frågor inte har en tillräckligt stor betydelse för att ha skrivna policies för det. Det kan även finnas skillnader i respondenternas svar om hur integrering av ESG gick till i praktiken och hur integrering av ESG tillämpades i investeringspraxis på riktigt. Det fanns ingen möjlighet att göra en uppföljning av respondenternas integrering av ESG-frågor i praktiken då det hamnade utanför studiens omfång. Det är viktigt att ha i åtanke att ord och handling behöver inte vara samma sak och informationen som samlades in behöver inte spegla deras riktiga arbete med ESG.

Det är omdiskuterat vilka bakomliggande motiv för hänsynstagande till ESG-frågor som gör att investerare betraktas som ansvarsfull. Adlers och Kritzman (2008) menar att investerare vars arbete med hållbarhetsrelaterade frågor bygger på strävan efter en ökad avkastning inte kan betraktas som ansvarsfulla. Studien visade att trots variation i drivkrafter bakom integrering av ESG i investeringspraxis tillämpades ändå olika strategier för ansvarsfulla investeringar. Det utfördes ett arbete med hållbarhetsrelaterade frågor i syfte att antingen förhindra negativ påverkan på eller gynna miljön och samhället, vilket oavsett bakomliggande motiv borde vara tillräckligt för att se investerare som ansvarsfulla. Att investerare drivs av olika faktorer vid hänsynstagande till ESG-frågor är av liten betydelse så länge det resulterar i en positiv påverkan på samhället och miljön. Samtidigt är det diskutabelt huruvida informanterna angav sanningsenlig information gällande bakomliggande motiv för arbete med ESG. Som tidigare diskuterat i inledningen handlar CSR om att överleva på marknaden genom att vara tillräckligt ansvarstagande för att tillgodose de kraven som samhället och andra intressenter ställer på ett företag. Trots att respondenterna valde att vara anonyma i studien finns det ändå en risk att svaren som angavs ställdes i en viss vinkel för att visa upp en högre medvetenhet om arbete med hållbarhetsrelaterade frågor än den i verkligheten är. Venture capital har som målsättning att generera vinster genom att investera i nyetablerade företag i tidigt skede vilket innebär att respondenternas jobb är investera i alla lönsamma projekt så länge det är lagligt. Företag som investerar i sektorer vilka kan uppfattas som omoraliska, exempelvis alkoholdrycker,

har egentligen ingen anledning att inte investera så länge det är lönsamt. Det finns dock möjlighet att fokusera på andra delar av ESG, till exempel företagsstyrning. I vilken utsträckning venture-capitalister arbetar med ESG-frågor kan variera beroende på vilken bransch företaget investerar i. Det finns risk att företag som exempelvis investerar i immateriella produkter eller tjänster inte upplever samma press att ta hänsyn till exempelvis miljörelaterade frågor då det inte förekommer någon produktion av en fysisk produkt, utan fokuserar istället på sociala- och företagsstyrningsfrågor.

En annan fråga som uppkom vid analysen av den insamlade informationen var det faktum att flera respondenter hänvisade till sin egna moraliska kompass gällande implementering av ESG-frågor, vilket är ett väldigt otydligt svar. Något som anses som moraliskt rätt av en respondent kan uppfattas som omoraliskt av någon annan. Uppföljningsfrågorna som ställdes i syfte att precisera och exemplifiera hur personliga värderingar bidrar till integrering av ESG i investeringspraxis har inte blivit besvarade fullt utan respondenterna angav att det varierar från fall till fall. Samtidigt är investerarna också människor och utgör en del av samhället. Även om varje persons moraliska kompass är individuell borde den motsvara någon del av samhället, och alltså vara en spegling av samhällets uppfattning om moraliskt rätt och fel. Vidare kan diskuteras om det verkligen är investerarens "egna" moraliska kompass som vägleder vid investeringar eller om det är ett sätt att inte få företaget att framstå i dålig dager i samhällets ögon.

## **6.2 Implikationer**

Det är konstaterat att investerare inom venture capital-sektorn har en särskild möjlighet att influera portföljbolag att anta ett hållbart förhållningssätt (Eurosif, 2008). Med anledning av investerarnas viktiga roll i sammanhanget är det av intresse att stimulera ett mer aktivt och medvetet hänsynstagande till hållbarhetsrelaterade frågor. Att erbjuda kurser och utbildning i ESG-kunskap kan vara ett sätt att öka medvetenhet och lyfta fram fördelar med ESG-implementering.

## **6.3 Rekommendationer**

En mer omfattande studie som inkluderar även buy-outs, affärsänglar och andra typer av riskkapitalister skulle vara intressant att utföra i syfte att studera implementering av ESG-frågor i ett större perspektiv. Med anledning av att den här studien visade stora skillnader i integrering av hållbarhetsrelaterade frågor mellan privata investerare och statliga fonder är det av intresse att studera hur andra typer av riskkapitalister arbetar med ESG.

Studien visade även på skillnader gällande integrering av ESG-frågor mellan olika geografiska investeringsområden. Det skulle vara intressant att undersöka hur hänsynstagande till hållbarhetsrelaterade frågor tillämpas av investerare i andra länder med olika kulturella referensramar för att se hur kulturell bakgrund påverkar arbete med ESG.

Ett annat förslag för vidare studier kan vara att studera utvecklingen av integrering av ESG-fenomenet bland investerare genom att utföra uppföljningsintervjuer. Syftet är att undersöka hur synen på ESG-frågor utvecklas över tid i samband med olika förändringar i samhället och miljön samt hur det påverkar tillvägagångssätt för implementering av ESG-kriterier.

Eftersom studien inkluderade venture capital-företag som är verksamma inom varierande branscher var det möjligt att få en överskådlig bild av hur implementering av ESG-frågor gick till i praktiken. Ett förslag på vidare studier kan vara att fokusera på en viss bransch eller någon av de tre ESG-frågorna vilket troligtvis skulle leda till en djupare förståelse av fenomenet.

Framtida studier skulle även kunna undersöka långsiktiga finansiella fördelar kopplade till integrering av ESG-kriterier. Det är av intresse att identifiera om hänsynstagande till hållbarhetsrelaterade frågor påverkar konkurrenskraften positivt genom att bidra till företagens överlevnad på långt sikt.

Ett annat perspektiv för undersökning kan vara att studera entreprenörernas förhållningssätt till investerarnas arbete med hänsynstagande till hållbarhetsrelaterade frågor. Det är intressant att undersöka huruvida investerare som bedriver en ansvarsfull investeringspraxis uppfattas som ett mer attraktivt alternativ eller inte.

## **6.4 Metodkritik**

Metoden som tillämpades i studien för insamling av data var intervjuer med representanter från venture capital-sektorn i Sverige. Endast tre av elva respondenter hade möjligheten att ställa upp på en personlig intervju medan resten av intervjuerna utfördes via telefon. Intervjuer som genomfördes i samband med personliga möten genererade en mer detaljerad och utförlig information jämfört med telefonintervjuer. Om flera intervjuer hade skett i form av personliga möten skulle det troligen ha bidragit till ett starkare empiriskt underlag.

Det visade sig under genomförandet av intervjuerna att frågan om övergripande ståndpunkt gällande ESG-frågor och frågan om internt arbete var formulerade på svåruppfattat sätt. Det bidrog till att bearbetning av data försvårades eftersom respondenterna svarade liknande på båda frågorna. En möjlig åtgärd för att förhindra problematiken skulle ha varit att utföra en testintervju för att säkerställa att det inte råder några missuppfattningar kring ställda frågor.



## 7 Slutsatser

---

*Sammanfattning av analysen presenteras i punktform där varje punkt besvarar en undersökningsfråga. Första slutsatsen behandlar övergripande synpunkt på ESG-frågor vilket följs av slutsatsen gällande internt arbete med ESG. De två sista punkterna innefattar slutsatser gällande implementering av ESG-kriterier i pre- respektive post-investeringsfas.*

---

- Samtliga respondenter uttryckte en positiv inställning till ESG-kriterier förutom en informant som saknade en särskild ståndpunkt i frågan. Representanter från företag inom privat venture capital-sektorn betraktade arbete med ESG-frågor vara ett verktyg för spegling av personliga värderingar, riskminimering eller långsiktig överlevnad på marknaden. Informanter från statligt ägda fonder uppvisade en hög medvetenhet om hållbarhetsrelaterade frågor som genomsyrade hela kärnverksamheten.
- Representanter från privata venture capital-företag uppvisade en brist på skrivna policies för internt arbete med ESG-frågor men tog ändå hänsyn till hållbarhetsrelaterade frågor i form av tillämpning av “oskrivna” riktlinjer efter eget omdöme. Respondenterna från statliga venture capital-fonder följde skrivna policies för internt arbete med ESG-frågor.
- Implementering av ESG-frågor under pre-investeringsfasen tillämpades av majoriteten av respondenterna genom avståndstagande från investeringar i sektorer med negativ påverkan på samhället. Investering i samhällsgrupper som annars är försummade av traditionella aktörer inom den finansiella sektorn tillämpades exklusivt av statligt ägda fonder. Utvärdering av portföljbolag som strategi för arbete med ESG angavs av ett fåtal informanter.
- Implementering av ESG-frågor under post-investeringsfasen tillämpades av informanterna i samband med uppföljning av portföljbolagens verksamhet. Majoriteten av respondenterna saknade ett standardiserat tillvägagångssätt för integrering av ESG-frågor. Inom statliga fonder var arbete med ESG en integrerad och medveten process i form av aktiv påverkan i syfte att öka portföljbolagens hänsynstagande till hållbarhetsrelaterade frågor.

## **8 Litterarurreferenser**

Adler, T., Kritzman, M. (2008) *The Cost of Socially Responsible Investing*, The journal of portfolio management

Aguilera, R.V., Williams C.A., Conley, J.M., & Rupp, D.E. (2006), *Corporate governance and social responsibility: a comparative analysis of the UK and the US Corporate Governance*, Corporate Governance: An International Review 3(14), 147-58

Bakshi, R. (2006) *Transforming markets in the 21st century: Socially responsible investing as a tool*, Elsevier Ltd. Futures 39, 523–533

Barkemeyer, R., Holt, D., Preuss, L., & Tsang, S. (2014). *What happened to the 'Development' in Sustainable Development? Business Guidelines Two Decades after Brundtland* Sustainable Development, vol.22

Blanc, D., Goldet, B. & Hobeika, S. (2009) “Where do private equity business stand on the integration of ESG issues?”, *Working Paper, Novethic SRI Research Center*

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

BVCA , (2014). *Responsible Investment - A guide for private equity and venture capital firms*, hämtad 28/04/2015 från <http://www.bvca.co.uk/>

Caplan, L., Griswold, J. & Jarvis, W. (2013) From SRI to ESG: The Changing World of Responsible Investing, *Commonfund Institute*

Chamberlain, M. (2013) Socially Responsible Investing: What You Need To Know, *Forbes*, Artikel från 24/04/2013, hämtad 04/05/2015 från <http://www.forbes.com/sites/feeonlyplanner/2013/04/24/socially-responsible-investing-what-you-need-to-know/>

Creswell, J. W. (2014) *Research design*. Croydon: CPI Group (UK) Ltd.

Crifo, P., Forget, V. (2013) *Think Global, Invest Responsible: Why the Private Equity Industry Goes Green*, Journal of Business Ethics, 116:21–48

CRS guiden, *Vad är CSR?* Hämtad 25/04/2015 från <http://www.csrguiden.se/>

Dignan, P. & McKittrick, S. (2004) “*Venture Capital: Enabling Sustainable Development*”, Appian Venture Partners.

E-spegeln, *Om E-spegeln*, Entreprenörskapsforum, hämtad den 01/05/2015 från [http://entreprenorskapsforum.se/espegeln/?page\\_id=7](http://entreprenorskapsforum.se/espegeln/?page_id=7)

Eccles, N. (2010). *UN Principles for Responsible Investment Signatories and the Anti-Apartheid SRI Movement: A Thought Experiment*. Journal of Business Ethics, 95(3), 415-424

Elkington, J. (1997). *Cannibals with Forks: The Triple Bottom Line of 21st Century Business*, Oxford: Capstone Publishing

Eurosif, (2008). *Venture Capital for Sustainability*. 1-20, hämtad 23/04/2015 från <http://www.eurosif.org/research/venture-capital-for-sustainability>

EVCA, (2013) hämtad 27/04/2015 från <http://www.evca.eu/media/142790/2013-European-Private-Equity-Activity.pdf>

Flick, U. (2011). *Introducing research methodology. A beginners guide to doing a research project*. Cornwall:TJ International Ltd.

Fried, V. H., & Hisrich, R. D. (1994). *Toward a Model of Venture Capital Investment Decision Making*. FM: The Journal of the Financial Management Association, 23(3)

Galbreath, J. (2013). *ESG in Focus: the Australian Evidence*, Journal of Business Ethics, vol.118

Graaf, F. & Slager, A. (2009). *Guidelines for Integrating Socially Responsible Investment in the Investment Process*, hämtad 21/04/2015 från <http://ssrn.com/abstract=919108>

Hopkins, M. (2007). *Corporate Social Responsibility and International Development*, London: Earthscan

Humphrey, J., Tan, D. (2013) *Does it Really Hurt to be Responsible*, Journal of Business Ethics, 122:375–386

Isaksson, A. (2009) *Hållbara investeringar i tidiga skeden är en investeringmöjlighet – inte en altruistisk välgärning*, blogginlägg hämtad 22/04/2015 från <http://entreprenorskapsforum.se/espegeln/?author=5>

Isaksson, A. (2010) *Staten som venture-capitalist. En sammanställning av internationell empirisk forskning*, In: Tillväxtanalys, Staten och riskkapitalet - Delrapport 1: Metodbeskrivning och kunskapsöversikt, Rapport 2010:01. Östersund: Tillväxtanalys.

Isaksson, A. (2006) *Studies on venture capital process*. Doktoravhandling, Umeå: Handelshögskolan vid Umeå universitet

Larsen, A. K. (2009) *Metod helt enkelt. En introduktion till samhällsvetenskaplig metod*. Kristianstad: Tryck & bind Kristianstads Boktryckeri AB

Nidumolu, R., Prahalad, C. K., & Rangaswami, M. R. (2009). *Why sustainability is now the key driver of innovation*. Harvard Business Review, 7

Niklasson, T. , Coninck-Smith, C. (2010) SRI Article, The importance of the UN PRI, *Threadneedle Asset Management Limited*, hämtad 21/04/2015

Ogden, J. P., Jen, F. C., & O'Connor, P. F. (2003). *Advanced Corporate Finance: Policies and Strategies*. New Jersey: Pearson Education Inc.

PRI Association, *Introducing responsible investment*, hämtad 30/04/2015 från <http://www.unpri.org/introducing-responsible-investment/>

Probus Sigma, *ESG As An Investment Tool*, hämtad 07/06/2015 från <http://www.probus-sigma.com/wp-content/uploads/downloads/2012/09/ESG-As-an-Investment-Tool.pdf>

PWC, *Responsible investment: creating value from environmental, social and governance issues*, hämtad 21/04/2015 från <http://pwc.com>

PWC & Waterman. (2010). *Responsible Investment: A guide for private equity and venture capital firms*, London, UK: BVCA., hämtad 23/04/2015 från <http://pwc.com>

Renneboog, L., Horst, J., Zhang, C. (2008) *Socially responsible investments: Institutional aspects, performance, and investor behavior*, Journal of Banking & Finance 32

Saltaji, I.M.F. (2013). *Corporate Governance Relation with Corporate Sustainability, Internal Auditing and Risk Management*, vol.8, no.2

Saunders, M., Lewis, P., and Thornhill, A., (2007). *Research methods for business student*. 4th edition. London: Pearson Hall Limited

Sikken, B. J., (2011). *Accelerating the Transition towards Sustainable Investing: Strategic Options for Investors, Corporations and other Key Stakeholders*, World Economic Forum, hämtad 24/04/2015 från [http://www3.weforum.org/docs/WEF\\_IV\\_AcceleratingSustainableInvesting\\_Report\\_2011.pdf](http://www3.weforum.org/docs/WEF_IV_AcceleratingSustainableInvesting_Report_2011.pdf)

Schueth, S. (2003). *Socially Responsible Investing in the United States*, Journal of Business Ethics, Vol. 43, No. 3

Taylor, N, Donald.S., (2007), *Sustainable Investing: Marrying sustainability concerns with the quest for financial return for superannuation trustees*, Russel Research, SSRN, hämtad den 02/05/2015 från <http://ssrn.com/abstract=1739837>

Tyebjee, T. T., & Bruno, A. V. (1984). *A Model of Venture Capitalist Investment Activity*, Management Science, 30(9)

US SIF, *SRI Basics, What is sustainable, responsible and impact investing?* Hämtad 20/04/2015 från <http://www.ussif.org/sribasics>

US SIF, (2007) *Report on Socially Responsible Investing Trends in the United States*, hämtad 28/04/2015 från <http://www.ussif.org/>

Wood, D., & Hoff, B. (2007). *Handbook on Responsible Investment Across Asset Classes*. Boston: Boston College Center for Corporate Citizenship

## ***Bilaga 1 (Intervjuguiden)***

1. Vilken är din befattning inom företaget?
2. Vad är företagets övergripande ståndpunkt gällande ESG-frågor och varför?
3. Arbetar ni internt med ESG-frågor inom företaget och hur sker det arbetet?
4. Arbetar ni med ESG-frågor före investeringsbeslutet och på vilket sätt i sådana fall?
5. Arbetar ni med ESG-frågor under investeringsperioden i portföljbolaget och hur ser arbetet ut?