



Från "syndindustri" till ansvarsfull investering? En kvalitativ studie på institutionella investerares syn på försvarsindustrin efter Rysslands invasion av Ukraina

Jennifer Holmberg

Institutionen för finansiell ekonomi

Svenska handelshögskolan

Helsingfors

2025

## SVENSKA HANDELSHÖGSKOLAN

<b>Institution:</b> Institutionen för finansiell ekonomi	<b>Arbetets art:</b> Avhandling pro gradu
<b>Författare och studerandenummer:</b> Jennifer Holmberg, s184980	<b>Datum:</b> 31.7.2025
<b>Avhandlingens rubrik:</b> Från ”syndindustri” till ansvarsfull investering? En kvalitativ studie på institutionella investerarens syn på försvarsindustrin efter Rysslands invasion av Ukraina	
<b>Sammandrag:</b> <p>Mot bakgrunden av att vapenindustrin ofta exkluderats ur institutionella investerarens investeringsuniversum är avhandlingens syfte att analysera på vilket sätt Rysslands invasion av Ukraina i februari 2022 och den påföljande upprustningen i Europa påverkat investeringspolitiken och attityden kring försvarsindustrin ur ett ansvarsfullhets- och hållbarhetsperspektiv bland institutionella investerare i Finland och Sverige.</p> <p>Med en induktiv och explorativ forskningsdesign baserat på 11 kvalitativa semi-strukturerade intervjuer med sakkunniga i Finland och Sverige besvaras syftet med hjälp av 4 huvudsakliga forskningsfrågor. Metoden för dataanalys är tematisk analys av transkriberingar.</p> <p>Resultaten indikerar att de institutionella investerarnas inställning ändrat markant efter Rysslands invasion av Ukraina och att sättet för hur man närmar sig försvarsindustrin håller på att nyanseras i stället för att kategoriskt exkludera industrin. Detta syns i reviderade investeringsriktlinjer. Möjligheter med investering i försvarsindustrin är deltagande i stärkande av försvarskapaciteten och nationell säkerhet samt teknologikutveckling som också når det civila samhället. Utmaningarna är problem med datatillgänglighet och transparens inom försvarssektorn samt risker gällande affärs- och investeringsmodeller. Institutionella investerare har dock stor potential att som aktiva ägare i försvarsbolag uppmuntra bolagen till ändamålsenlig transparens och hållbarare operativ verksamhet.</p> <p>Slutsatsen är att försvarsindustrin behöver formaliseras inom ramen för ESG samt institutionella investerare utveckla nyanserade riskanalysansatser för att minska på gapet mellan industrin och kapitalet och därmed skapa bättre förutsättningar för investeringar.</p>	
<b>Nyckelord:</b> institutionella investerare, ansvarsfullt investering, ESG, försvarsindustrin, Finland, Sverige	

# INNEHÅLLSFÖRTECKNING

1	INLEDNING .....	1
1.2	Problemområde .....	2
1.3	Syfte och forskningsfrågor .....	3
1.4	Kontribution .....	3
1.5	Avgränsning .....	4
1.6	Disposition .....	5
2	BAKGRUND OCH TEORI.....	6
2.1	Ansvarsfullt och hållbart investering .....	6
2.3.1	Begrepp och definitioner .....	7
2.3.2	Strategier för ansvarsfullt investering .....	10
2.1.4	Regelverk och internationella standarder .....	13
2.1.5	Kritik mot och utmaningar med ansvarsfullt och hållbart investering.....	17
2.2	Institutionellt kapital; ägande och förvaltande .....	18
2.2.1	Institutionella investeringare – vilka är de? .....	18
2.2.2	Samhällelig roll och finansmarknaden .....	20
2.2.3	Institutionella investeringares preferenser .....	21
2.2.4	Institutionella investeringare och ESG.....	22
2.3	Försvarsindustrin .....	23
2.3.1	Den europeiska försvarsindustrins karaktärsdrag.....	23
2.3.2	Försvarsindustrins utveckling och kopplingen till innovation.....	24
2.3.3	Problematiken kring försvarsindustrin .....	26
3	TIDIGARE FORSKNING .....	27
3.1	Kvalitativ forskning på hur institutionella investeringare opererar och fattar beslut.....	27
3.2	Institutionella investeringare och ansvarsfulla investeringstrategier .....	30
3.2.1	De vanligaste ansvarsfulla investeringstrategierna.....	31
3.2.2	Effekten av negativ screening .....	32
3.2.3	Kulturens effekt och koppling till ansvarsfullt investering.....	33
3.3	Sammanfattning av tidigare forskning.....	35
4	METODPRESENTATION .....	36
4.1	Forskningsfilosofi .....	36
4.2	Forskningsansats.....	37
4.3	Val av forskningsstrategi och metod .....	38
4.4	Datainsamling .....	39
4.4.1	Informanter .....	40
4.5	Dataanalys .....	42

4.6	Studiens kvalitet och forskningsetik .....	43
4.6.1	Garantier för högkvalitativ forskning .....	43
4.6.2	Användning av artificiell intelligens.....	43
5	RESULTAT .....	45
5.1	Samplets implementerade investeringsstrategier .....	45
5.2	Forskningsfråga 1: Hur har Rysslands invasion av Ukraina påverkat investeringspolitiken och attityderna när det gäller försvarsindustrin under de tre senaste åren bland institutionella investerare? .....	46
5.2.1	Drastiskt förändrat diskussionsklimat.....	46
5.2.2	Revidering av policy eller processer .....	48
5.2.3	Drivkrafter och argument bakom förändrad syn och eventuell revidering av investeringsriktlinjer .....	49
5.3	Forskningsfråga 2: Vilka möjligheter och utmaningar ser institutionella investerare med investering i försvarsindustrin? .....	54
5.3.1	Möjligheter .....	54
5.3.2	Utmaningar och risker .....	57
5.4	Forskningsfråga 3: Var hamnar försvarsinvesteringar i förhållande till ansvarsfullt och hållbart investerande?.....	60
5.4.1	Mer nyanserade processer och kommunikation: mot en mer mogen ansats .....	60
5.4.2	Ett pågående paradigmskifte – vad är ansvarsfullt och hållbart investerande idag? .....	64
5.5	Forskningsfråga 4: Vilken är de institutionella investerarnas roll i kontexten för avhandlingens problemområde? .....	68
5.6	Övriga insikter .....	69
5.6.1	Skillnader och likheter i synen på försvarsrelaterade investeringar i Norden .....	69
5.6.2	Framtidsutsikter för försvarsrelaterade investeringar .....	71
6	DISKUSSION OCH SAMMANFATTNING .....	73
6.1	Resultatens implikationer.....	73
6.2	Konklusioner .....	76
6.3	Studiens begränsningar .....	77
6.4	Fortsatt forskning.....	78

## BILAGOR

Bilaga 1 Intervjuguide .....	90
------------------------------	----

## TABELLER

Tabell 1 Tabell över informanter.....	41
---------------------------------------	----

## 1 INLEDNING

På morgonen den 24 februari 2022 vakande världen och speciellt européerna upp till en ny verklighet. Efter flera år av rysk aggression i och omkring Ukraina skedde det som många sett som något otänkbart. I skrivande stund har det gått över tre år sedan Ryssland inledde en fullskalig invasion av sitt grannland och statistiken visar att det pågående kriget kommer att gå till historien som det mest förödande i Europa sedan andra världskriget som fick sitt slut år 1945 (Kontoret för FN:s högkommissarie för mänskliga rättigheter 2025; Statista 2025). I denna avhandling används benämningen ”Rysslands invasion” vid hänvisning till denna händelse.

Rysslands anfallskrig fick Europa att vakna upp och över en natt förändrades hela västvärldens syn på Ryssland, och följaktligen, den kollektiva synen på försvar. Förutom åtgärder som exempelvis sanktioner mot Ryssland och militärt stöd till Ukraina har kriget haft stor inverkan på enskilda länders utrikes- och försvarspolitik. På rekordtid ändrade makthavarna i Finland och Sverige åsikt om alliansfrihet och ansökningarna om medlemskap i den Nordatlantiska fördragsorganisationen (Nato) lämnades in den 17 och 18 maj 2022. Inom ett respektive två år var Finland och Sverige medlemmar i Nato. (Finland den 4 april 2023 och Sverige den 7 mars 2024.) (Utrikesministeriet 2025; Regeringskansliet 2024)

I mars 2025 bestämde Europeiska unionen (EU) om historiska satsningar på försvar under åtgärdsplanen ”ReArm Europe” vilken ska medföra 800 miljarder euro till förstärkning och modernisering av Europas försvar och försörjningsberedskap (Europeiska kommissionen 2025). Till försörjningsberedskapen hör inte bara försvarskapacitet utan även tillgång till mat, energi, infrastruktur och internet. Nationella satsningar görs också i flera länder för tillfället, inklusive i Norden, och Nato lyfte under toppmötet i juni 2025 medlemsländernas budgetmålsättning för försvar från 2 % till 5 % av bruttonationalprodukten (NATO 2025).

De enorma satsningarna och den förändrade inställningen har fått de försvarsrelaterade börsbolagen att rusa. Den 30 juni 2025 rapporterade MSCI World Aerospace and Defense Index en treårs årlig avkastning på 29,7 % medan WSCI World hade en motsvarande avkastning på 18,3 % (MSCI 2025). Från ett multipelvärderingsperspektiv visar MSCI:s försvarsindex ett P/E-värde på 50,0 medan världsindeket visar 23,2 (MSCI 2025). En våg vad gäller försvarsteknologi syns också på den onoterade marknaden där Pitchbook rapporterade om flerdubblade investeringssummor och antal investeringar inom sektorn under 2024 (Pitchbook 2024).

För att försvarsindustrin ska kunna tillfredsställa den ökade efterfrågan på både traditionellt försvarsmaterial och nya högteknologiska innovationer behövs investeringar (Europeiska kommissionen 2025; Tesi 2024; McKinsey & Company 2025).

## 1.2 Problemområde

Staten spelar huvudrollen vad gäller nationellt försvar i våra länder (Blitzinger 2009, s. 108–109) men även investeringar inom den privata sektorn behövs för att tillgodose den ökade efterfrågan. År 2019 ägdes 41% av aktierna för världens noterade bolag av institutioner så som pensionsfonder, banker och andra olika slags fondbolag (De La Cruz et al. 2019), vilket visar hur stor dessa instansers roll är. I samband med frågan kring finansiering av denna upprustning, som sträcker sig längre än EU-nivå och även når de enskilda medlemsländernas statsbudgeter, dyker den mest grundläggande principen kring ansvarsfullt och hållbart investerande upp, nämligen exkludering av så kallade ”syndaktier” (*eng. sin stocks*) dit vapentillverkare traditionellt sett hört (Kinder & Domini 1997; Schwartz 2003; Buchanan et al. 2024; Blitz & Fabozzi 2017). PRI Association (2024) anser att verksamhet som tangerar krigsföring per definition innebär hög risk vad gäller hållbarhet, så i en tid av tilltagande hållbarhetsrapportering och implementering av ansvarsfulla och hållbara investeringsstrategier (Renneboog et al. 2008; Amel-Zadeh & Serafeim 2018; Eurosif 2018) finns det skäl att tro att försvarsinvesteringar kräver extra diskussion.

Pionjären till ansvarsfullt investerande grundar sig i principen kring så kallad *negativ screening* som utgår från att man exkluderar vissa branscher eller specifika bolag ur investeringsuniversumet, ofta affärsområden som generellt sett anses skadliga för samhället (Louche et al. 2012; Sandberg 2008). Negativ screening är fortfarande en av de absolut vanligaste strategierna för ansvarsfullt investerande (Eurosif 2018; Eccles et al. 2017; Amel-Zadeh & Serafeim 2018) och studier visar att specifikt pensionsfonder är mindre sannolika att inneha syndaktier (Hong & Kacperczyk 2009). Och det är här problemet uppstår.

I en alltmer osäker och geopolitiskt labil tid är upprustning ett högaktuellt ämne och både ökande av försvarskapacitet och höjandet av försörjningsberedskapen kräver investeringar, men de som sitter på en enorm del av kapitalet har inte en självklar tradition av att investera i denna sektor. Riktlinjerna om hållbart och ansvarsfullt investerande har traditionellt sett förbjudit många institutionella investerare från att investera i de bolag som direkt är med och producerar de material och tjänster samt även nya teknologier som höjer beredskapen och hjälper en nation att försvara sin suveränitet och liv på sina medborgare.

Att institutionella investerare styrs av en mängd sociala faktorer blir tydligt i litteraturen (bl.a. Guyatt 2005; Dyck et al. 2019), och den nya geopolitiska situationen och den tillhörande diskussionen har också fått flera instanser att reagera. Försvarsindustrin vädjar till investerarna att revidera investeringsriktlinjerna för att de ska kunna öka kapaciteten på sin produktion (HBL 24.2.2025), men vilka är de institutionella investerarnas förutsättningar för att ge sig in i en bransch som i årtionden ansetts problematisk eller varit direkt utesluten? Kan investering i försvarsindustrin vara ansvarsfullt?

### **1.3 Syfte och forskningsfrågor**

Syftet med denna avhandling är att analysera på vilket sätt Rysslands invasion av Ukraina i februari 2022 och den påföljande upprustningen i Europa påverkat investeringspolitiken och attityden kring försvarsindustrin ur ett ansvarsfullhets- och hållbarhetsperspektiv bland institutionella investerare i Finland och Sverige.

Syftet besvaras med hjälp av följande forskningsfrågor:

**Forskningsfråga 1:** Hur har Rysslands invasion av Ukraina påverkat investeringspolitiken och attityderna när det gäller försvarsindustrin under de tre senaste åren bland institutionella investerare?

**Forskningsfråga 2:** Vilka möjligheter och utmaningar ser institutionella investerare med investering i försvarsindustrin?

**Forskningsfråga 3:** Var hamnar försvarsinvesteringar i förhållande till ansvarsfullt och hållbart investerande?

**Forskningsfråga 4:** Vilken är de institutionella investerarnas roll i kontexten av avhandlingens problemområde?

Syftet och forskningsfrågorna behandlas med hjälp av en explorativ forskningsdesign och genom utförandet av kvalitativa semi-strukturerade intervjuer med kvalificerade experter från Finland och Sverige.

### **1.4 Kontribution**

Genom att studera utvecklingen bland institutionella investerare inom den omtvistade försvarssektorn bidrar studien med en värdefull analys av nuläget i jämförelse med tiden före Rysslands invasion och hur institutionella investerare reagerat för att kunna anpassa sig till ett

nytt geopolitiskt läge. Utöver potentiella revideringar av investeringsriktlinjer kartlägger studien motiven bakom dem samt vilka risker och möjligheter institutionella investerare ser med försvarsinvesteringar och huruvida vi står inför ett paradigmskifte inom ansvarsfullt och hållbart investering. Institutionernas roll i finansieringen av en utökad försvarskapacitet analyseras också, vilket är av relevans då en stor del av våra samhällens kapital är centraliserat till dessa institutioner (Isaksson & Çelik 2014) och institutionella investerare över lag anses vara nyckelaktörer för utvecklingen av ansvarsfullt och hållbart investering (Scholtens & Sievänen 2013). Enligt skribentens bästa kunskap har detta inte studerats tidigare, vilket ytterligare höjer relevansnivån och det akademiska samt samhällsliga bidraget.

Den prisbelönta boken om hållbart investering, "Sustainable Investing: Beating the Market with ESG" av finländska Silvola och Landau (2021), har stått som stor källa för både teori och inspiration för denna avhandling, men i och med att försvarsindustrin behandlas ytterst ytligt är denna studie ett välbehövt tillägg till existerande forskning, speciellt mot bakgrunden av pågående geopolitisk förändring. Inom ramen för geopolitik nämns i boken endast maktförskjutningar relaterade till tävling om naturresurser med fokus på Asien, vilket gör att denna studie också bidrar med en nordisk synvinkel.

Den starkt växande mängden forskning inom ansvarsfullt investering (Gazali et al. 2025) tyder på att ämnet utgör ett intressant och relevant forskningsområde som även väckt den globala akademiska gemenskapens intresse. Den uppåtgående trenden inom litteratur stöder syftet med denna avhandling och understryker vikten av att studera hållbara och ansvarsfulla investeringsprinciper nu och framöver. Den kvalitativa forskningsmetoden bidrar även med välbehövad djupgående analys om hur investerare i praktiken opererar och resonerar (Burton 2007; Kaczynski et al. 2014) vilket kompletterar mer traditionell kvantitativ analys inom finansiell ekonomi.

## **1.5 Avgränsning**

För att kunna garantera tillgängligheten och jämförbarheten av data görs studien på finska och svenska institutionella investerare. Finland och Sverige har liknande nordiska värderingar och nuförtiden en gemensam Natohistoria, samtidigt som samarbetet inom försvar funnits redan innan Natointrädet. Skillnader i kultur, historia och geografiska gränser finns dock ändå, vilket möjliggör en komparativ analys mellan länderna.

## **1.6 Disposition**

Avhandlingen fortsätter med kap.2 för bakgrund och teori, varefter relevant tidigare forskning presenteras i kap.3. I kap.4 beskrivs metoden och datainsamlingen i detalj. Resultaten av de genomförda intervjuerna presenteras i kap.5 med tillhörande diskussion och förslag till fortsatta studier i kap.6.

## 2 BAKGRUND OCH TEORI

I detta kapitel redogörs för den bakgrund och de teoretiska ramverk som avhandlingen grundar sig på. Kapitlet är indelat i tre huvudsakliga delar; 1) ansvarsfullt investering, 2) institutionella investerare och 3) försvarsindustrin.

Kapitlet inleds med en genomgång av definitioner, strategier och de huvudsakliga regelverk och standarder inom ramen för ansvarsfullt investering. Även den kritik som riktats mot konceptet ansvarsfulla och hållbara investeringar beskrivs. Därefter följer en beskrivning av institutionella investerare som specifik typ av investerare, både som ägare och förvaltare, samt deras roll som centrala aktörer på finansmarknaden och i samhällsutvecklingen. Denna investerargrupps traditionella preferenser mer allmänt samt hållning till företagsansvar och hållbarhet beskrivs också. I den tredje delen behandlas försvarsindustrin och dess specifika karaktärsdrag samt utveckling.

### 2.1 Ansvarsfullt och hållbart investering

Att "maximera aktieägarvärde" har varit ett stabilt slagord inom näringsliv och finans sedan 1970 då Milton Friedman skrev den berömda essän "A Friedman Doctrine: The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits" för New York Times (Friedman 1970). Sedan dess har dock narrativet om företagens ansvar utvecklats.

Ett alternativ till den konventionella neoklassiska ekonomiska teorin där företagens viktigaste uppgift är att skapa värde för sina ägare publicerades 1983 av Edward Freeman, nämligen intressentteorin (*eng. stakeholder theory*). Intressentteorin tar en bredare syn på företagens ansvar går ut på att tillfredsställande av förväntningar och behov från företagens övriga intressenter (bl.a. kunder, anställda, leverantörer och samhället) också ska beaktas för att generera avkastning (Freeman 2010).

Utöver framfarten av den utvecklade och övergripande tematiken kring företags samhällsansvar (*eng. corporate social responsibility, CSR*) som utgår från principen att företag ska ta ansvar för hur de påverkar samhället ur ett mer holistiskt perspektiv, vilket ofta inbegriper de tre delområdena miljömässigt ansvar, socialt ansvar och bolagsstyrningsansvar (*eng. environmental, social and governance, ESG*), har utvecklingen även nått investeringsverksamhet mer specifikt (Silvola & Landau 2021).

Ansvarsfullt investering har ökat markant i betydelse under de senaste decennierna (Renneboog et al. 2008; Louche et al. 2012) och återspeglar enligt Renneboog et al. (2008) investerarnas ökade medvetenhet om sociala, miljömässiga, etiska och bolagsstyrningsrelaterade frågor. Ämnets ökade betydelse syns även inom forskning, där den samlade litteraturen kring socialt ansvarsfullt investering utökats noterbart från 1991 till 2023 och den faktiska mängden publikationer sett en signifikant ökning under perioden 2020–2023 (Gazali et al. 2025). I tillägg till ökad medvetenhet bland investerare och tilltagande forskning har regeringar i flera länder även använt sig av olika regeringsinitiativ för att stimulera ansvarsfulla investeringsstrategier och förhållningssätt (Renneboog et al. 2008).

Det finns ingen universell teori för ifrågavarande område utan området har med åren utvecklats till att inbegripa flera olika slags grenar, underkategorier och strategier inom ramen för hållbart och ansvarsfullt investering (Silvola & Landau 2021). I och med denna evolution har olika definitioner och former av ansvarsfullt investering uppstått. Kapitlet fortsätter således med en genomgång av utvecklingen kring de vanligaste begreppen och definitionerna som förekommer i litteraturen och praktiken, varefter de huvudsakliga investeringsstrategierna beskrivs. Detta följs av en genomgång av de mest centrala regelverken samt internationella hållbarhetsinitiativ och normgivande ramverk för ansvarsfullt investering. Underkapitlet avslutas med att beskriva den kritik som riktats mot ämnet samt de utmaningar som ansvarsfullt investering ställts inför.

### **2.3.1 Begrepp och definitioner**

Terminologin varierar beroende på källa, litteratur och forskning – vilket utgör en fundamental utmaning för hela ämnesområdet – men benämningar som ansvarsfullt investering, hållbart investering, etiskt investering, socialt ansvarsfullt investering och senare även förkortningar som ESG-investering förekommer ofta som beskrivning av samma grundfenomen, dvs. beaktandet av investeringens bredare konsekvenser, alltså flera dimensioner än enbart ren finansiell avkastning (Gazali et al. 2025). I praktiken förekommer den här typen av investeringsaktivitet ändå i flera olika nyanserade former och förekomsten av de olika benämningar reflekterar således heterogeniteten och, till en viss grad, hela fältets kronologiska utveckling (Louche et al. 2012).

**Etisk investering** kan ses som pionjären och således den tidigaste formen av detta fenomen. Med rötter i religiösa sammanhang gick etisk investering redan på 1600- och 1700-talet ut på att affärer, lån och investering skulle ske i harmoni med de värderingar som exempelvis den katolska kyrkan predikade. Konceptet kan till och med tolkas gå ännu längre bakåt i tiden då principer för

etiska investering kan hittas i judendomens 3500 år gamla doktriner. (Domini 2001; Louche et al. 2012; Schwartz 2003)

Exempel på konkreta steg i utvecklingen är den religiösa gruppen kväkarna (*eng. Quakers*) som på 1600-talet vägrade att göra affärer med företag involverade i slavhandel, tobak, alkohol och hasardspel (Schwartz 2003) och 1971 då metodisterna i USA grundade fonden Pax World Fund som, som den första i sitt slag, exkluderade vapen, alkohol och hasardspel ur investeringsuniversumet (Kinder & Domini 1997).

De religiösa samfundet utgör en väsentlig grupp investerare, många gånger med stora volymer investerat kapital, vars betydande roll inom ramen för utvecklingen av ansvarsfullt investering understrukits av såväl utövare som akademiker (Louche et al. 2012; Scholtens & Sievänen 2013). Vad gäller en uttrycklig definition på etisk – och i det här fallet också social – investering står Cowton (1999, s.60) för följande: ”... en uppsättning tillvägagångssätt som inkluderar sociala eller etiska mål eller begränsningar, liksom mer konventionella finansiella kriterier, vid beslut om huruvida en viss investering ska förvärfvas, behållas eller avyttras”. Buchanan et al. (2024) karakteriserar emellertid etiska investerare som investerare villiga att kompromissa på avkastning för att investera enligt sitt samvete eller värderingar. De framhäver också alkohol, vapen, tobak, vuxenunderhållning och hasardspel som traditionella industrier utsatta för exkludering.

Inom litteraturen för ansvarsfullt och hållbart investering har ändå begreppet **socialt ansvarsfulla investeringar** (*eng. socially responsible investments, SRI*) etablerat sig väl under de senaste decennierna, men myntats redan på 1960-talet (Rosen & Sandler 1991) i och med debatten om att företagsansvar inbegriper ”plikten att förutse potentiell allvarlig inverkan på människor associerade med företaget samt förebygga oönskade resultat av dess verksamhet” (Steiner 1972, författarens översättning).

SRI omfattar varaktiga finansiella förbindelser som inbegriper miljömässiga, sociala och/eller styrningsrelaterade (ESG) överväganden vid utvärdering och val av investering, enligt Gazali et al. (2025). Med SRI eftersträvas både finansiella mål och sociala mål och syften (Renneboog et al. 2008), vilket resulterar i en balansgång mellan monetär avkastning och samhälllig nytta. Den samhällliga nyttan, som definieras och väljs av investeraren själv på basis av dess egen önskan, eftersträvas genom att beakta investeringarnas bredare effekt och inverkan på samhället och miljön (Rosen & Sandler 1991). Med denna definition i färskt minne bör dock tilläggas att det etablerade begreppet SRI också används för strategier utan en aktiv eftersträvan att skapa nytta.

Enligt Gazali et al. (2025) förekommer namnet SRI som strategibenämning även då strategin utgår från att mer passivt förebygga skada genom att låta den potentiella investeringen genomgå en ESG-bedömning före investeringsbeslut fattas, men samma forskare menar samtidigt att SRI ändå oftare kopplas till en mer proaktiv investeringsstil.

Föga överraskande används definitionen som utgår från att ESG-aspekter beaktas vid sidan om traditionell finansiell information och riskbedömning med målet att uppnå god avkastning på kapitalet även vid definierandet av begreppet **hållbart investerande** (Amel-Zadeh & Serafeim 2018; Avramov et al. 2022; Brest & Born 2013; Silvola & Landau 2021) och följaktligen även begreppet **ESG-investering** (Haber et al. 2022). Det i den här avhandlingen redan använda begreppet **ansvarsfullt investerande** inkorporerar också inkluderingen av ESG-analys vid köp, ägande och säljande av tillgångar, men Louche et al. (2012) inbegriper även den etiska dimensionen samt investerarnas potentiella aktiva roll för att ytterligare förbättra bolag i sin definition. Eccles och Viviers (2011) föreslår på basis av sin litteraturöversiktsstudie på utvecklingen av benämningarna för investeringsprinciper som beaktar ESG-faktorer under perioden 1975–2009 att ansvarsfullt investerande definieras enligt följande: ”Investeringsmetoder som integrerar hänsyn till ESG-frågor med det primära syftet att leverera högre riskjusterad finansiell avkastning” (författarens översättning).

På senare tid har SRI utvecklats och sub-strategier som tar nyttoeftersträvan ett steg längre har uppstått. Den mest etablerade, om än fortfarande relativt ny med smal nisch, är **påverkansinvestering** (eng. *impact investing*) där strategin uttryckligen eftersträvar med avsikt uppnådd (mätbar) social nytta via genomförd investering (Gazali et al. 2025).

I och med att begreppen bevisligen har en tendens att smälta samman skapar det utmaningar för nyanserad beskrivning av en viss investeringsstrategi. Således är det av stor vikt att definiera vilka begrepp som används i denna avhandling samt vad som menas med dem. Enligt Eccles och Viviers (2011) förekommer benämningen etiskt investerande oftare i publikationer som behandlar etik, affärsetik och filosofi än i journaler inriktade på finansiell och nationalekonomi. I och med att den ofta förekommande benämningen SRI ofta även anses inbegripa aktiva handlingar för att skapa social och miljömässig nytta (Gazali et al. 2025), vilket inte explicit är temat för denna avhandling, har beslutet att använda de bredare och mer generella begreppen ”ansvarsfullt investerande” och ”ansvarfull investering” samt även ”hållbart investerande” och ”hållbar investering” fattats. Dessa begrepp används även i Eurosifs (European Sustainable Investment Forum) senaste rapport där SRI inte definieras som ”socially responsible investing” utan definieras som ”sustainable and responsible investing” (Eurosif 2018), vilket styrker valet av använda

begrepp i denna avhandling. Louche et al. (2012) hävdar även att begreppet ansvarsfullt investering hör till de mer enkla och moderna benämningarna vilket ytterligare argumenterar för de utvalda begreppen i denna avhandling.

### **2.3.2 Strategier för ansvarsfullt investering**

Inom ramen för ansvarsfullt och hållbart investering förekommer det ett flertal olika tillvägagångssätt. De huvudsakliga strategierna är negativ screening, positiv screening, bäst-i-klassen -investering, aktivismbaserad och engagemangbaserad investering (van Duuren et al. 2016; Eurosif 2018). Med ”screening” menas investeringspolitik där filtrering på basis av kriterier appliceras för att definiera det godtagbara och tillåtna investeringsuniversumet (Derwall et al. 2011; Kinder & Domini 1997; PRI Association 2023). Eurosifs senaste rapport om hållbart och ansvarsfullt investering i Europa från 2018 inkluderar även de nyare strategierna normbaserad screening, ESG-integrering, hållbarhetstematiserade investeringar och påverkansinvestering. Grundidén bakom de olika strategierna beskrivs härnäst.

#### **Negativ screening**

Med *negativ screening* menas en investeringsstrategi som bygger på att specifika bolag eller industrier kategoriskt exkluderas ur investeringsuniversumet (van Duuren et al. 2016; Louche et al. 2012). Exkludering är den äldsta och en av de mest traditionella investeringsstrategierna med en lång historia och rötterna i etisk investering (Silvola & Landau 2021; Finsif n.d.). Orsaken till exkludering och vad exakt som faller utanför investeringsuniversumet beror på investerarens egna och självvalda värderingar, där världssyn och moral spelar in, men även mer allmänna syner och normer om t.ex. affärsområden eller verksamhet som generellt anses skadliga för samhället (Louche et al. 2012; Sandberg 2008). Som tidigare nämnts har traditionellt sett alkohol- och tobaksindustrierna, hasardspelsindustrin, vuxenunderhållning, vapen och militär upphandling samt kärnvapen (Kinder & Domini 1997) rödflaggats bland många investerare och inom finansvärlden fått ett samlingsnamn känt som syndaktier (Schwartz 2003; Buchanan et al. 2024). Derwall et al. (2011) kopplar ihop den självbestämmande aspekten där investerarens egna värderingar styr med negativ screening och likställer således negativ exkludering med värderingsbaserad exkludering, och talar vidare om värderingsstyrda investerare som ett segment inom SRI.

Förutom värderingar görs negativ screening nuförtiden även utgående från avkastningssynvinkeln, där investerare kan anse att en industri eller produkt på grund av sin karaktär kan medföra finansiella risker på lång sikt. Exempel på detta kunde t.ex. vara

kolindustrin med hänvisning till klimatförändringen (Finsif n.d.). Enligt Eurosifs (2018) rapport som inbegrep enkätsvar från 263 förmögenhetsförvaltare och ägare i Europa med kombinerade tillgångar på 20 biljoner euro (vilket enligt rapporten representerar en 79 % marknadstäckning) var negativ screening den överlägset vanligaste investeringsstrategin.

En variant av negativ screening är den i Norden traditionellt sett vanliga *normbaserade screeningen* (Finsif n.d.). Normbaserad screening tar fasta i regelverk och internationella konventioner samt hållbarhetsinitiativ och normer så som exempelvis FN:s Global Compact som tar upp aspekter kring mänskliga rättigheter, arbetstagarens rättigheter, korruption och miljöaspekter (Eurosif 2018). Enligt denna strategi exkluderas de bolag, produkter eller affärsområden som inte följer dessa allmänt erkända konventioner och standarder ur investeringsuniversumet (Finsif n.d.; PRI Association 2023). Normbaserad screening kan användas fristående eller i kombination med andra strategier (Eurosif 2018) och har blivit en slags rutinmässig screening bland speciellt institutionella investera (Silvola & Landau 2021).

### **Positiv screening**

*Positiv screening* är motsatsen till negativ screening och utgår således från att man föredrar eller till och med koncentrerar sig på vissa utvalda industrier där man ser möjligheter och som man investerar i (van Duuren et al. 2016, Silvola & Landau 2021; Finsif n.d.). Tillvägagångssätten och kriterierna för positiv screening är, åter igen, upp till varje investerare att bestämma, dvs. inget standardiserat sätt existerar. Exempel på positiv screening är identifiering av bolag inom ren energi eller investeringar som baserar sig på uppfyllda önskvärda ESG-kriterium (PRI Association 2023). På samma sätt som för negativ screening kan investerarens moral även här utgöra grunden för att söka investeringsmöjligheter inom ett specifikt område (Sandberg 2008).

*Bäst-i-klassen -investering* är en typ av positiv screening och handlar om att man rangordnar enskilda bolag i förhållande till varandra och sällar fram de till exempel 25 % bäst presterande bolagen enligt en viss önskvärd ESG-måttstock eller de företagen med de högsta ESG-vitsorden inom en viss industri (van Duuren et al. 2016; Silvola & Landau 2021; Finsif n.d.; PRI Association 2023). Till skillnad från "värderingsstyrda" SRI-investerare, placerar Derwall et al. (2011) investerare som använder sig av positiv screening i form av bäst-i-klassen i gruppen "avkastningsdrivna" SRI-investerare. Utmaningen med denna strategi är dock att olika serviceerbjudare för ESG-betyg har sina egna system och betoningarna mellan olika faktorer kan variera, vilket gör ESG-klassificeringarna svåra att jämföra sinsemellan (Berg et al. 2022).

### **Aktivt ägande**

*Aktivismbaserad investering* utgår från att investeraren aktivt röstar under bolagsstämmor eller skriver motioner får att påverka och styra bolaget mot en mer hållbar riktning, medan *engagemangbaserad investering* inbegriper möten mellan investerare och bolagsstyrelse eller verkställande direktör för att övertala bolaget att prestera bättre inom ESG (van Duuren et al. 2016). Båda stilarna kan placeras i den bredare kategorin ”aktivt ägande” vilket alltså innebär användningen av ägarens rättigheter för påverkan (Eurosif 2018; Finsif n.d.). I Eurosifs rapport framkommer att engagemang och röstning är den näst vanligaste strategin bland de medverkande finansiella instanserna, med en årlig genomsnittlig tillväxt på 14 % under 2009–2017. Författarna drar även en länk mellan aktivt ägande och förvaltaransvaret (eng. *fiduciary duty*), dvs. att aktivt ägande kan ses vara i linje med förvaltarens skyldighet att agera i förmånstagarens bästa intresse. Silvola och Landau (2021) menar också att aktivt ägarskap minskar på traditionella agentproblem i enlighet med agentteorin av Jensen och Meckling (1976) som utgår från att agenten (företagsledningen) som utför jobb på principalens (ägaren) uppdrag har mera eller bättre information än principalen – definitionen på så kallad *asymmetrisk information* – vilket kan leda till kostnader för övervakning och förlorad nytta. Enligt teorin kan agenten ytterligare använda bristen på transparens till sin egen fördel och därför behövs insyn och ändamålsenliga kontrakt som samstämmer parternas intressen.

### **ESG-integrering**

Målet med *ESG-integrering* är att hålla den finansiella informationen och ESG-kriterierna sida vid sida vid investeringsanalys och fattandet av investeringsbeslut (Silvola & Landau 2021; Finsif n.d.). Syftet med strategin är att på det här sättet beakta även ESG-faktorer vid bestämmandet av avkastningsriskprofilen för en investering, med hänvisning till att ESG-faktorer inte alltid fullt ut återspeglas i tillgångspriser och på det här sättet förbättra den riskjusterade avkastningen. I praktiken betyder ESG-integrering att ESG-information och data söks upp, man bedömer hur väsentlig informationen är (alltså dess vikt) och slutligen integrerar den i investeringsanalys och -beslut på självbestämt sätt (PRI Association 2023). Det finns dock inget standardiserat sätt för ESG-integrering, utan investerare implementerar strategin enligt vad som är mest ändamålsenligt för just dem (Silvola & Landau 2021).

Utmaningar med denna strategi är hur sälla fram de mest relevanta ESG-kriterierna för varje investering där t.ex. olika industrier kan inbegripa olika riskområden som är relevanta för även den finansiella sidan (Finsif n.d.). Att ESG-integrering ändå vunnit mark framkommer i Eurosifs (2018) rapport där författarna menar att deras data tyder på att ESG-integrering hör till två ”nödvändigheter” för ansvarsfullt och hållbart investerande, dvs. någon form av ESG-

integrering är en slags förutsättning för hållbart och ansvarsfullt investering. I rapporten framkommer även att denna strategi vuxit mest och snabbast bland alla undersökta strategier, med en årlig genomsnittlig tillväxt på 27 % mellan åren 2015 och 2017. Renneboog et al. (2008) menar också på basis av sin forskning om investerarbeteende att en övergång från enkel negativ screening till mer ESG-orienterade och integrerade metoder tilltar.

### **Hållbarhetstematiserade investeringar och påverkansinvestering**

*Hållbarhetstematiserat investering* innebär väljande av tillgångar som är specifikt relaterade till hållbarhet i t.ex. fonder med antingen ett eller flera specifika teman, exempelvis förnybar energi (Eurosif 2018; Finsif n.d.). Syftet med tematisk investering är att gynnas av medellånga till långtidstrender och resulterar i fokuserade portföljer (medan fokuserade portföljer inte automatiskt är ett resultat av tematisk investering) (PRI Association 2023). Förutom sektorer med stor potential kan tematisk investering också vara stödande vid utvecklingen av en specifik sektor (Silvola & Landau 2021).

*Påverkansinvestering* som strategi innebär att investeraren vid sidan om finansiell avkastning uttryckligen eftersträvar att med sitt kapital bidra till eller katalysera (mätbar) samhälllig nytta (Gazali et al. 2025; PRI Association 2023; Finsif n.d.). Denna strategi hör till de nyaste strategierna för ansvarsfullt och hållbart investering och får ofta utstå utmaningar som illikvida och riskfyllda investeringsmål samt utmaningar med hur nyttan faktiskt mäts (Finsif n.d.; Silvola & Landau 2021).

#### **2.1.4 Regelverk och internationella standarder**

Allt eftersom naturvetenskaplig och samhällsinriktad forskning och granskning kring allt från klimatfrågor till ESG-aspekter i värdekedjor, och företagsansvar rent generellt, ökat både i mängd och publicitet har det under de senaste årtiondena hänt mycket även inom ramen för reglering, hållbarhetsdirektiv och internationella hållbarhetsinitiativ. Eftersom dessa regelverk och standarder har en stark formande, harmoniserande och påverkande kraft är det relevant att i kapitlet för teori kring ansvarsfullt och hållbart investering nämna de mest centrala initiativen för denna avhandling.

#### **EU CSRD**

Under de senaste åren har företagens rapporteringsskyldigheter kring hållbarhet och CSR ökat. Ett stort tillägg i rapporteringskraven är Europeiska unionens direktiv om företagens hållbarhetsrapportering (*eng. Corporate Sustainability Reporting Directive, CSRD*) som trädde

i kraft år 2022 (Europeiska kommissionen 2022a). CSRD ersätter det tidigare direktivet Non-Financial Reporting Directive (NFRD) med syftet att åtgärda de brister som uppdagats i NFRD, speciellt den otydliga definitionen på materialitet (väsentlighet) och det ensidiga fokuset på aktieägare (Raith 2023; Miettinen 2024).

Det centrala tillägget i CSRD är införandet av principen om dubbelväsentlighet (*eng. double materiality*) där både påverkan på omvärlden och finansiell relevans för företaget ska beaktas vid utvärdering och bedömning av hållbarhetsfrågor – med andra ord: en hållbarhetsfråga anses vara väsentlig om den har extern påverkan och/eller finansiella implikationer på en organisation (EFRAG 2023). I enlighet med Freemans intressentteori (Freeman 2010) ska också andra berörda intressenter än aktieägare involveras starkare för att förstå verksamhetens bredare konsekvenser (Europeiska kommissionen 2022a).

Den ursprungliga tidtabellen för implementeringen av CSRD medförde dock administrativa utmaningar och en situation med överlappande EU-direktiv, och 2025 presenterade EU-kommissionen ett förenklingspaket ”Omnibus ” (Europeiska kommissionen 2025a) för att ge två år längre tid för stora bolag som tidigare undgått NFRD samt små- och medelstora företag att implementera CSRD-kraven (Europeiska kommissionen 2025b) samt Omnibus II som föreslår förändringar som höjer rapporteringsplikten gällande stora bolag från 250 anställda till bolag med 1 000 anställda (Europeiska kommissionen 2025c).

För att underlätta för företagen har EU i samband med CSRD också kommit med standarder – The European Sustainability Reporting Standards (ESRS) – som ger instruktioner och närmare reglerar hur dubbelväsentligheten ska beaktas i årsredovisningen (Europeiska kommissionen 2023b).

## **EU SFDR**

För att styra kapital mot hållbara investeringar och ge investerare bättre verktyg att fatta välinformerade beslut trädde EU:s förordning om hållbarhetsrelaterade upplysningar inom finanssektorn (*eng. Sustainable Finance Disclosure Regulation, SFDR*) i kraft i mars 2021 som är en del av unionens handlingsplan för hållbar finansiering. Förordningen reglerar hur de finansiella aktörer som den berör (exempelvis kapitalförvaltare, pensionsfonder, försäkringsbolag och finansiella rådgivare) ska informera om hållbarhet för sina investerare och kunder. SFDR syftar till att höja på transparensen kring finansiella produkters hållbarhetsaspekter och specificera hållbarhetskriterier för att nå en mer standardiserad nivå på process och data. (Europaparlamentet och rådet 2019)

I och med direktivet har exempelvis olika kategorier för investeringsprodukter skapats: konventionella fonder (artikel 6 -produkter) utan specifik fokus på hållbarhet där det endast krävs rapportering om hur hållbarhetsrisker beaktas i investeringsbeslut, fonder som främjar miljömässiga och/eller sociala aspekter (artikel 8 -produkter) och där noggrannare rapportering om hur detta görs krävs, och fonder med hållbarhet som huvudsyfte (artikel 9 -produkter) där specifika hållbarhetsmål ställs och målen tydligt och kontinuerligt rapporteras. (Europaparlamentet och rådet 2019)

Trots att förordningen ännu är relativt ung och med högsta sannolikhet kommer att utvecklas ytterligare, har medlemsländerna genom SFDR fått en första version på gemensamma regler vad gäller hållbart investera vilket främjar klarhet och jämförbarhet.

### **FN:s Global Compact**

Förenta nationernas (FN) Global Compact -initiativ instiftades år 2000 av dåvarande generalsekreterare Kofi Annan och är ett ”frivilligt initiativ som baserar sig på att verkställande direktörer förbinder sig till att implementera universella hållbarhetsprinciper och ta steg för att stöda FN:s mål” (Förenta nationerna n.d. a, författarens översättning). Global Compact är världens största initiativ för företagsansvar vars mål är att få bolag att sammanlänka företagsstrategi och verksamhet med universella principer om mänskliga rättigheter, arbetsrätt, miljö och anti-korruption samt andra åtaganden som främjar sociala mål. Global Compacts tio huvudprinciper grundar sig på Den allmänna förklaringen om de mänskliga rättigheterna (antagen av FN:s generalförsamling 1948), Internationella arbetsorganisationens deklaration om grundläggande principer och rättigheter i arbetslivet (antagen av Internationella arbetsorganisationen 1998), Rio-deklarationen om miljö och utveckling (antagen vid FN:s konferens om miljö och utveckling i Rio de Janeiro 1992) samt Förenta nationernas konvention mot korruption (antagen 2003) (Förenta nationerna 2025).

År 2017 var FN:s Global Compact den vanligaste standarden som följdes av de instanser som deltog i Eurosifs rapport (2018) och i skrivande stund är närmare 25 000 företag från över 160 länder involverade (Förenta nationerna n.d. a)

### **PRI – Principerna för ansvarsfulla investeringar**

Principerna för ansvarsfulla investeringar (*eng. Principles for Responsible Investment, PRI*) lanserades år 2006 på initiativ av FN:s dåvarande generalsekreterare Kofi Annan som året innan sammankallat världens största institutionella investerare för att utarbeta principerna för

ansvarsfullt investering. Principerna är ett självständigt investerarinitiativ som drivs av PRI Association i samarbete med FN:s miljöprogram och dess finansinitiativ och FN:s Global Compact -initiativ. PRI är inte en del av – men stöds av – FN och verkar för att förstå investeringseffekterna av ESG-faktorer samt stöda dess undertecknade medlemmar i att inkorporera dessa faktorer i beslutfattande både vid ingående av investering och under ägande. (PRI Association n.d.)

Initiativet bygger på sex principer för ansvarsfullt investering som ska bidra med möjliga åtgärder för att implementera ESG-perspektiv i investeringsprocessen. De sex principerna beskrivs i korthet här nedan:

1. Vi ska integrera ESG-frågor i vår investeringsanalys och beslutsprocess.
2. Vi ska vara aktiva ägare och integrera ESG-frågor i våra ägarpolicyer och praxis.
3. Vi ska eftersträva lämplig rapportering om ESG-frågor från de företag vi investerar i.
4. Vi ska främja acceptansen och implementeringen av principerna inom investeringsbranschen.
5. Vi ska samarbeta för att öka vår effektivitet i att implementera principerna.
6. Vi ska rapportera om våra aktiviteter och framsteg i implementeringen av principerna.

Idag har PRI Association över 5 000 undertecknare vars gemensamma tillgångar uppnår 121 miljarder dollar. (PRI Association n.d.)

### **2030 Agenda för hållbar utveckling och FN:s globala mål för hållbar utveckling**

År 2015 antogs FN:s 2030 Agenda för hållbar utveckling av samtliga medlemsländer. Kärnan i handlingsprogrammet är de 17 stycken mål som går under namnet FN:s globala mål om hållbar utveckling (*eng. UN Sustainable Development Goals*). Agenda 2030 syftar till att främja fred och välbefinnande för alla människor nu och i framtiden och inbegriper dimensioner som i samspel ska minska fattigdom, ojämlikhet och klimathot samtidigt som hälsa och utbildning samt ekonomisk tillväxt främjas. (Förenta nationerna n.d. b)

Agenda 2030 och de 17 globala målen har visat sig vara inflytelserika i att forma den globala hållbarhetsagendan. När det kommer till finansierings- och investeringsverksamhet visar studier att antalet forskningspublikationer inom ramen för ansvarsfullt investering sett en växande trend efter år 2016, vilket enligt Gazali et al. (2025) pekar mot att FN:s globala mål för hållbar

utveckling som publicerades år 2015 haft en effekt inom forskarsamfundet. En liknande slutsats dras av Eurosif som i sin rapport från 2018 visar att implementeringen av ansvarsfulla och hållbara investeringsstrategier ökat ordentligt åren efter lanseringen av Agenda 2030 (Eurosif 2018).

### **2.1.5 Kritik mot och utmaningar med ansvarsfullt och hållbart investerande**

I och med att koncepten och ramverken kring ansvarsfullt och hållbart investerande inte är lagstaddade ut i minsta detalj utan stöder sig på sociala normer, individuella investeringsbolags värderingar och frivilliga initiativ som investerare kan välja att ”skriva under” förblir området relativt abstrakt. Derwall et al. (2011) hävdar att en potentiell orsak till att marknaden misslyckas med att värdera CSR i affärsvärlden är för att CSR är ett multidimensionellt och delvis subjektivt koncept. Världens främsta ESG-ranking -tjänster skiljer sig kring hur de mäter ESG-data (Berg et al. 2022) vilken försvårar jämförelse. Investeringsaktivitet undgår inte denna multidimensionalitet och subjektivitet och Eurosif (2018) menar i sin senaste rapport om ansvarsfullt och hållbart investerande att redan mängden olika slags begrepp hämmar utvecklingen av ämnesområdet. Derwall et al. (2011) tillägger i sin forskning att investerare saknar adekvata verktyg för att mäta CSR-arbete och dess effekt vid bolagsvärdering och Schwartz (2003) tar upp transparensproblem med fonder som kallar sig etiska.

Agapova et al. (2025) hävdar till och med att utgivning av ESG-information ökar på asymmetrisk information på grund av att investerarna inte vet hur det ska läsa och tolka dessa data. Denna brist på delad förståelse av ESG-mätare och potentiella koppling till ökad informationsasymmetri har påpekats av även Christensen et al. (2022) samt Kimbrough et al. (2022), och Avramov et al. (2022) konstaterar att oklarheten kring ESG-data negativt påverkar riskprofilen på hållbart investerande.

I diskussionen huruvida ansvarsfulla portföljer klara sig bättre än traditionella råder inte någon klar konsensus. I och med att CSR-information och ESG-data innehåller värderingar (*eng. values*) och finansmarknaden i grund och botten inte förstår sig på dylikt menar Derwall et al. (2011) att ansvarsfull investering och argumentet att SRI kan ge onormalt högre avkastning utgör kärnan i hypotesen om ”fel i förväntningarna” (*eng. errors-in-expectations hypothesis*) som diskuteras inom beteendekonometri (*eng. behavioral finance*). Forskarna menar att marknaden enligt teorin systematiskt undervärderar och förbiser vikten av CSR vilket möjliggör vinstmöjligheter, men att denna avkastning torde försvinna allt eftersom investerarna får en bättre förståelse för hållbarhet och ansvarsfullhet och dess inverkan på framtida kassaflöden. Som motsats förblir dock

hypotesen om ”undvikna aktier” (*eng. shunned-stock hypothesis*) kvar, där teorin utgår från att kontroversiella aktier handlas till lägre priser och därför erbjuder högre förväntad avkastning i och med att dessa aktier har lägre möjligheter till riskdelning då en del investerare avstår från dem. (Derwall et al. 2011)

Eccles et al. (2017) visar å sin sida i sin enkätstudie att det största hindret för institutionella investerare när det kommer till ESG-investerande är tillgången på högkvalitativa data på bolags relevanta (materiella) prestationsdata på ESG-faktorer, och i det här fallet rent ut sagt bristen på dessa uppgifter. De visar att de vanligen antydda ”problemen” – som tron på att ESG-integrering betyder uppoffring av avkastning, att förvaltaransvaret hindrar institutionella investerare från att engagera sig i ESG-investering och förväntningar om ESG-överprestation inom orealistiskt korta tidsperioder – inte förkommer så ofta som det allmänna narrativet låter antyda. Forskarna menar att orsaken bakom detta är bristen på standarder på hur man mäter ESG-prestation och samt bristen på rapporterad ESG-data bland företag. Frågor och farhågor kring ESG-data och transparens förekommer också, vilket hör ihop med konceptet kring informationsasymmetri och agentkostnader (Yu et al. 2018) och studier antyder att ökad transparens går hand i hand med högre tillit bland investerare (Zheng 2024) och minskning på informationsbaserade farhågor vid extern finansiering (An et al. 2011).

## **2.2 Institutionellt kapital; ägande och förvaltande**

Enligt en studie av OECD-forskarna De La Cruz et al. (2019) ägdes 41% av aktierna till världens börslistade bolag av institutionella investerare år 2019. Utvecklingen har varit starkt växande under fyra decennier (Alexiou et al. 2021) och förmedlingen av finansiella tillgångar har gradvis förflyttats från banker till institutionella investerare (de Haan et al. 2020), vilket lett till att institutionerna i dagens läge dominerar de globala finansmarknaderna (Chemmanur et al. 2021). Samtidigt fortsätter institutionernas totala förvaltade kapital (*eng. assets under management*) och handelsvolymerna att öka (OECD 2014). Institutionerna sitter alltså på en mycket makt både vad gäller översikt av bolagens prestation och beslutsfattande om bolagens framtida utveckling. Detta gör det institutionella kapitalets roll i samhället ytterst väsentlig för själva samhällsutvecklingen och de institutionella investerarna till centrala aktörer på finansmarknaden (OECD 2021; Chemmanur et al. 2021).

### **2.2.1 Institutionella investerare – vilka är de?**

Någon enkel definition på institutionell investerare är svår att skapa, men en solid gemensam nämnare är att institutionella investerare alltid är juridiska personer (Isaksson & Çelik 2014). En annan definiering är att institutionella investerare är specialiserade finansiella institutioner som på ett kollektivt sätt förvaltar sparares sparade medel med syftet att uppnå en specifik målsättning i termer av acceptabel risk, maximal avkastning och fordringars maturitet (Davis & Steil 2001).

Den exakta juridiska bolagsformen kan dock variera, från vinstmaximerande aktiebolag, så som traditionella investeringsbolag, till statliga investeringsfonder och pensionsförsäkringsbolag som bildats genom eller verkar under särskild lagstiftning (Isaksson & Çelik 2014; Pensionskyddscentralen n.d.). Även Private Equity (PE) och Venture Capital (VC) -fonder (organiserade som kommanditbolag) anses höra till kategorin institutionella investerare i och med att även de förvaltar kapital för en tredje parts räkning (Isaksson & Çelik 2014). Den största andelen av dessa institutioner är dock pensionsbolag, försäkringsbolag och värdepappersfonder, medan statsägda fonder, hedgefonder och PE/VC-fonder utgör en mindre del av den stora helheten (Alexiou et al. 2021).

Denna ovannämnda lista på aktörer är dock inte fullständig i och med att sfären för institutionella investerare växer och utvecklas. Exempelvis stiftelser och andra slags kapitalförvaltare och rådgivare, samt traditionella banker, ses också tillhöra kategoriseringen institutionella investerare i vissa sammanhang (Agapova et al. 2023), och framfarten av professionellt strukturerade familjeinvesteringsbolag (*eng. family office*) som också tangerar detta område på flera plan kan komma att ha ett växande inflytande på marknaden.

Institutionella investerare kan indelas i de som förvaltar sitt kapital självständigt och de som är en del av någon form av koncern, exempelvis investeringsfonder som är dotterbolag till banker och försäkringsbolag (Isaksson & Çelik 2014). Hur mervärdet till kunden skapas beror alltså på institutionens investeringsmandat, förvaltnings- och affärsmodell och diverse riskprofiler (Xue et al. 2021).

Ett annat centralt sätt att dela upp institutionella investerare på är de som är kapitalägare och de som är kapitalförvaltare. Till kapitalägare hör t.ex. pensionsfonder och stiftelser, dvs. de som själva äger sitt kapital, medan kapitalförvaltarna inte själva äger de kapital de förvaltar utan pengarna ägs av kunderna, alltså kapitalägarna (Isaksson & Çelik 2014). Dessa kapitalägare kan vara av den institutionella sorten, vilket är fokuset i denna avhandling, eller individuella småsparare (*eng. retail investors*).

I denna avhandling definieras institutionella investerare enligt definitionen av Davis & Steil (2001), dvs. begreppet inbegriper specialiserade finansiella institutioner som på ett kollektivt sätt förvaltar allmänhetens besparingar enligt eget mandat. Denna breda definition stöds också av Agapova et al. (2023) som inkluderar alla i det här kapitlet nämnda underkategorier, inklusive en kategori för ”övriga”, i sin studie på olika typer av institutionella investerare och deras koppling till ESG-prestanda. Trots den breda definitionen ligger ändå avhandlingens fokus på pensionsfonder, stora bankers kapitalförvaltningsbolag och statliga finansiärer av olika slag i och med att de utgör datasamplet (se kap. 4.4 Datainsamling). De berörda tillgångsklasserna sträcker sig således från bl.a. publika aktier till lånefinansiering och alternativa investeringar som PE och VC, som investeras via fonder eller direkt i bolag.

### **2.2.2 Samhällelig roll och finansmarknaden**

Rollen som de institutionella investerarna har i samhället är stor och en ökning i institutionella investerares närvaro i ekonomin är till nytta för hela de finansiella systemets utveckling (Andrieş et al. 2022). Institutionella investerare (både kapitalägarna och förvaltarna) erbjuder sina kunder, som till en stor del består av vanliga småsparare i form av pensionssparare, försäkringstagare och fondsparare, diversifierade och professionellt förvaltade portföljer tack vare sina resurser och överlägsna tillgång till och processande av information, vilket minskar informationsasymmetri och möjliggör diversifiering till låga kostnader i jämförelse till vad enskilda individer har möjlighet till (Davis & Steil 2001). Genom att samla in medel och överföra ekonomiska resurser till olika tillgångsklasser, överföra resurser över tiden och bidra till prisbildning ökar de institutionella investerarna på det finansiella systemets funktionalitet och effektivitet (de Haan et al. 2020) och spelar en viktig stödjande roll i t.ex. marknaden för börsintroduktioner (Chemmanur et al. 2010).

Institutionella investerare är dock inte bara allokerare av kapital utan sitter även på makten att ändra normer genom att via sina ställningstaganden och riktlinjer samt internationella spelplan forma sociala normer inom t.ex. bolagsstyrning och bidra till positiv förändring globalt (Aggarwal et al. 2011). Till institutionella investerares speciella karaktärsdrag hör att de ofta är aktiva ägare (Brown 1998) och som investerare- och ägargrupp kan de sporra företag att höja på sina standarder inom ramen för t.ex. CSR och ESG (Clark & Hebb 2005; Velte 2023). Heterogeniteten är dock stor bland dessa investerare och huruvida institutionen utnyttjar sin position att aktivt påverka, och i så fall hur mycket, beror helt på institutionen och dess ”affärsmodell” (Isaksson & Çelik 2014; Sebora & Rubach 2009). Som tidigare konstaterats kan aktivism och engagemang även ta

sig olika uttryck och sträcka sig från en konfronterande stil till en mera relationsbaserad ansats (Ryan & Schneider 2002).

Speciellt för statliga institutionella investerare är även att de p.g.a. att de i slutändan har skattebetalarna som förmånstagare ofta hamnar under större offentlig granskning av allmänheten (Richardson 2011).

### **2.2.3 Institutionella investerares preferenser**

I och med den vägande rollen som dessa institutioner har är det inte mer än logiskt att institutionella ägares preferenser och investeringsstrategier studerats flitigt. Gompers och Metrick (2001) visar i sin studie att större bolag föredras, medan Badrinath et al. (1996), Falkenstein (1996), och Huang (2009) kommer fram till att institutionella investerare föredrar aktier med högre likviditet och lägre avkastningsvolatilitet. Även bolag som delar ut kontantutdelning eller återköper aktier verkar föredras (Grinstein & Michaely 2005).

Bushee och Noe (2000) visar att institutionellt kapital tenderar att placeras i bolag med bättre offentliggörande av information (eng. *disclosure*). Även ledningens prestationer och resultat har studerats (Parrino et al. 2003). Alla dessa nämnda faktorer kan anses vara väldigt naturliga. Institutionella investerare är ofta långsiktiga ägare och förvaltaransvaret styr verksamheten (Silvola & Landau 2021).

Institutionellt ägande i förhållande till bolagsstyrning är också en faktor som studerats, där bland annat McCahery et al. (2010) med sin enkätstudie visar att bolagsstyrning är viktigt för institutionella investerare och att en stor del är beredda att idka aktieägaraktivism. Picou och Rubach (2006) visar att god bolagsstyrning spelar roll för institutionella investerare även genom att studera prisreaktioner på bolag som kungör ibruktagande av bolagsstyrningsriktlinjer. Chung och Zhang (2011) studerar huruvida bolagsstyrning har en inverkan på andelen institutionellt ägarskap i amerikanska börsbolag (alla noterade bolag på New York Stock Exchange (NYSE), American Stock Exchange (AMEX) och NASDAQ ingår i datasamplet) under tidsperioden januari 2001 till december 2006 och kommer fram till att ett högre resultat i bolagsstyrning ökar andelen institutionellt ägande i samplets bolag. Studiens resultat tyder alltså på att välstyrda bolag har mera institutionellt ägande i sin ägarstruktur med den vidare tolkningen att de företagen har bättre tillgång till institutionellt kapital.

ESG-aspekten är i allmänhet viktig för institutionella investerare och Amel-Zadeh och Serafeim (2018) visar att 82 % av respondenterna i deras enkätstudie beaktar ESG-information när

investeringsbeslut fattas – främst ut ett avkastningsperspektiv samt som stöd för analys av ryktes- och regleringsrisk. Hartzmark och Sussman (2019) visar även i sin studie att institutionella investerare undviker att investera i fonder med låg hållbarhetsgrad och Global Sustainable Investment Alliance visar att 74 % av ansvarsfulla investeringstillgångar år 2016 förvaltades av institutionella investerare medan resten innehölls av individer (GSIA 2016). Silvola & Landau (2021) menar att pensionsfonder ofta är ”motorer” för hållbart investerande. Enligt Eurosifs rapport från 2016 är efterfrågan hos institutionella investerare det som driver efterfrågan på ansvarsfulla investeringar överlägset mest, med lagstiftning på andra plats, vilket skvallrar om den stora betydelsen de institutionella investerarnas preferenser har på marknaden.

#### **2.2.4 Institutionella investerare och ESG**

Hur institutionella investerare, både kapitalägare och förvaltare, approcherar ESG i sin investeringsverksamhet varierar från organisation till organisation. Sätten att ta in ESG-tänket är som tidigare konstaterat flera och varje instans utvecklar sina egna ansatser och riktlinjer. Tendenser och trender finns ändå bland institutionella investerare. Amel-Zadeh och Serafeim (2018) analyserade 652 globala institutionella investerare (både kapitalägare och förvaltare) genom enkätstudie och kom fram till att ESG-information främst används för engagemang i portföljbolagen, integrering i finansiell analys och negativ screening (exkludering). Dessa tre strategier för hållbart och ansvarsfullt investerande hamnar även i top 3 i Eurosifs (2018) senaste rapport, med negativ screening som överlägsen vinnare, aktivt ägande på plats två och ESG-integrering på plats tre.

Från att i begynnelsen ha kunnat ses som en nisch har ansvars- och hållbarhetsaspekter inom investerande utvecklats mer mot en slags hygienfaktor, dvs. något som investerare måste ta hänsyn till för att undvika missnöje bland de som evaluerar investerarnas aktivitet. Inom EU sätter också CSDR och SFDR regelrätta krav på större bolag och finansiella institutioner och samhällsdebatten kring dessa frågor kan spela roll och påverka institutionernas ageranden (Bengtsson 2008).

Trots tilltagande ESG-fokus bland institutionella investerare (Eurosif 2018; Sparkes & Cowton 2004) visar dock Renneboog et al. (2008) i sin ofta citerade litteraturöversikt över SRI att det inte förekommer starka belägg för att institutionella investerare vore villiga att acceptera suboptimal finansiell avkastning för att uppnå sociala eller etiska mål, vilket gör det naturligt att dra en parallell till förvaltaransvar och institutionella investerarnas grundläggande syfte.

## **2.3 Försvarsindustrin**

I och med att avhandling uttryckligen behandlar investering i försvarsindustrin är det relevantt att inkludera ett kapitel som går igenom relevanta begrepp och industrins särskilda drag. Kapitlet behandlar också industrins historiska utveckling i korthet, med specifik fokus på avtrycket industrin haft och fortsättningsvis har på innovation och teknisk utveckling. Kapitlet avslutas med en beskrivning av den problematik försvarssektorn ofta förknippas med.

### ***2.3.1 Den europeiska försvarsindustrins karaktärsdrag***

För uppenbara skäl är försvarsindustrin starkt kopplad till staten. Staten som den primära främjaren samt slutanvändaren och kunden av vapenutveckling och tillverkning är den dominerande modellen för försvarsindustrin i Europa. Motköpsavtal, bilaterala affärsavtal och andra transnationella allianser har också länge varit en grundpelare inom industrin och distinkta statsägda bolag en viktig del av producentsidan. Politik har således spelat stor roll (Cohen 1996) och globala leveranskedjor och internationalisering medverkat till att skapa komplexa processer och system. (Blitzinger 2009, s. 108–109)

Strukturen kring inköp har samtidigt under årtionden utvecklats mot ett system mer baserat på olika beroendeförhållanden mellan producenter på grund av bland annat kostnads- och marknadstryck, vilket med tiden lett till uppkomsten av transnationella försvarbolag. Globaliseringen inom industrin under 2000-talet syns också i en ökning av utländska direkta investeringar i nationella försvarbolag och försvarsindustriella baser. Den teknologiska utvecklingen driver på denna utveckling, då exempelvis mjukvarutjänster i princip kan komma varifrån som helst. Blitzinger (2009, s. 108–109) menar dock att denna investeringsledda globalisering av försvarsindustrin som i mångt och mycket domineras av amerikanska bolag kan ha negativa effekter på Europas egen försvarsindustriella kapacitet. Balansgången mellan att konkurrensutsätta olika internationella tillverkare för att effektivisera kontraktering och viljan att behålla kontroll över kritiska tillgångar och teknologier för nationell säkerhet blir alltså utmanande. De inhemska investerarnas roll är således viktig, något som också betonas i en uppmärksam rapport av Tesi (2024).

För övrigt är hela försvarsindustrin hårt reglerad och kontrollerad, vilket syns i exempelvis EU:s unionsordning kring hur produkter med dubbla användningsområden (produkter, inbegripet programvara och teknik, som kan användas för både civila och militära ändamål) får exporteras, förmedlas och bistå samt överförs tekniskt (Europaparlamentet och rådet 2021).

### **2.3.2 Försvarsindustrins utveckling och kopplingen till innovation**

Föga förvånande har utvecklingen av försvars- och vapenindustrin tagit stora kliv framåt under kris- och krigstid – vilket vi ser även idag i Ukraina med t.ex. den snabba och fortlöpande utvecklingen av drönarsystem (CSIS 2023) – men den intensiva och många gånger brådskande krigstida forsknings- och utvecklingsaktiviteten har också utmynnat i civila teknologiska innovationer som radar, elektronisk kommunikation, raketpropellrar och atomisk fission samt massproducerad penicillin, malariabehandling och influensavaccin, alla innovationer från andra världskriget (Gross & Sampat 2023).

Militärinnovation är en av de mest centrala delarna inom strategisk och säkerhetsforskning (Horowitz & Pindyck 2022) vilket understryker innovationens relevans i militära sammanhang och således också försvarsindustrin. Även dagens ekonomiska geografi i USA vad gäller just innovation har formats av statliga satsningarna på forskning och utveckling (FoU) under andra världskriget, då teknologihubbar och kluster som Route 128 (Boston) och Silicon Valley katalyserats av den under krigsåren instiftade Office of Scientific Research and Development och blev regioner starkt involverade i krigstida forskning (Gross & Sampat 2022). Den statliga resursinjektionen av satsning på just krigs- och medicinrelaterad forskning resulterade inte bara i mångfördubblande av patent utan också i hela forskningsekosystem med universitet, statligt finansierade forskningsinstitut och centra för privat uppfinning, vars aktivitet fortsatte att blomma och skapa jobb också efter kriget, speciellt i associerade industrier som kommunikation och elektronik tillverkning som åtnjöt stora krigstida forskningssatsningar (Gross & Sampat 2023).

Horowitz och Pindyck (2022) definierar *militära innovationer* enligt följande: ”förändringar i krigsföringen som syftar till att öka ett militärt samfunds förmåga att generera makt” (författarens översättning). Begreppet ”försvar” är bredare och inbegriper också civila domän, och *försvarsinnovation* definieras således av Cheung, Mahnken och Ross (2014) som ”omvandlingen av idéer och kunskap till nya eller förbättrade produkter, processer och tjänster för militära tillämpningar och tillämpningar med dubbla användningsområden”.

Kopplingen till innovation går åt bägge hållen, där innovationer som uppkommit i militära sammanhang spridit sig till det civila och idag utgör självklara funktioner i nästan varje människas vardag – exempelvis strategisk lagerhantering, återvinning och cirkulär tillverkning som härstammar från första världskrigets logistik- och leveranskedjeinnovationer som svar på bl.a. oförutsägbar efterfrågan och hög nötning på utrustning (Dye 2025) – till att ny civil teknologi efter att det gått en tid implementeras i försvarssammanhang och krigsföring (Horowitz &

Pindyck 2022). Exempel på civila teknologier som i ökande takt tas i bruk i försvarssammanhang är artificiell intelligens och maskininlärning (Svenmarck et al. 2018) och spel- och simuleringsteknologi (Chen & Zhu 2025). Synergierna mellan det militära och det civila framhävs även av EU som ett medel att främja innovation (Versailleförklaringen, Europeiska unionens råd 2022).

Cohen framhäver i sin artikel "A Revolution in Warfare" från 1996 att verktygen och teknikerna för att föra krig aldrig står stilla, och menar samtidigt att tiden då artikeln publicerades är "början av en revolution i militära frågor som är lika betydelsefull som den som järnvägen och flygplanet har åstadkommit" (författarens översättning). Förändringen ser Cohen som en följd av utvecklingen i det civila samhället med t.ex. informationsrevolutionen och den post-industriella kapitalismen, men även politik spelar in och driver innovation då det oundvikligen finns ett bredare politiskt syfte och nationella mål med en renodlad militäruppfinding (Watts & Murray 1996, s. 406; Cohen 1996; Armacost 1969, s.5). Efter produktutvecklingsskedet krävs även politisk vilja för att anta nya teknologier eller operativa tillvägagångssätt (Horowitz & Pindyck 2022).

Även tillgången till och förändringar i finansiering samt formella processer kan ha stimulerande eller hindrande effekt vid uppkomsten av innovationer och nya uppfinningar (Horowitz & Pindyck 2022; Tesi 2024), vilket ligger i fokus i denna avhandling. Gross och Sampat (2021) knyter samman finansiering och politik och menar att forskning och utveckling i kristid, till skillnad från modern fredstida FoU-politik som syftar till att åtgärda marknadsmisslyckanden genom att finansiera forskning som har svårt att tillhandahålla resurserna effektivt på privata marknader, i stället söker tekniska lösningar på specifika och ofta stora och omedelbara problem och med det följer specifika mål, begränsningar och tidshorisonter som kan kräva andra slags ekonomiska och politiska ramverk.

Att krig likställs med innovationsmotor är ett sätt att se på saken. Den moraliska och etiska aspekten är den andra sidan av myntet, vilket Cheung (2021) betonar genom att understryka riskerna för den regionala och globala ordningen och stabiliteten som innovation inom denna sektor för med sig, speciellt då drivkraften är en intensifiering av geopolitisk konflikt. Denna risk är närvarande speciellt bland stormakter där begränsningar för utveckling, produktion, utplacering och användning av nya kapaciteter inte på samma sätt finns som för mindre stater, där de mindre dessutom med större sannolikhet satsar på nisch-kunnande än övergripande kapaciteter. Cheung (2021) menar vidare att ny teknologi med lika sannolikhet kan komma att försämra som förbättra säkerheten samt till och med bidra till uppkomsten eller en förvärring av kapprustning.

### **2.3.3 Problematiken kring försvarsindustrin**

Trots att FN-stadgan inte förbjuder medlemsstater att äga och använda konventionella vapen (andra vapen än massförstörelsevapen) när detta sker i enlighet med internationell rätt (UNODA n.d.) är det inte långsökt att vapenindustrin funnits på flera investerares exkluderingslistor i årtionden. Förutom att produktion och försäljning av vapen bidrar till orsakande av skada och död, vilket i sig självt utgör ett direkt omoraliskt drag för industrin, och risken finns för ökad orolighet som en biprodukt av upprustning (Cheung 2021) finns det även annan problematik med den bredare försvarsindustrin som investerare måste kunna beakta. PRI Association (2024) anser exempelvis att verksamhet som tangerar krigsföring per definition innebär hög risk vad gäller hållbarhet och ESG. Till de centrala riskerna nämns ryktesrisk, juridiska risker och risker gällande brott mot mänskliga rättigheter. Andra välkända risker med försvarsindustrin är höjd risk för korruption, produkter som under något skede av livscykeln används av stater eller grupper som strider mot internationell människorätt samt miljöföroreningar och -förstörelse (PRI Association 2024). Sektorn har dessutom traditionellt sett förknippats med låg transparens och konservativt publikgörande av information (Tesi 2024). Dessa faktorer bidrar till höjd risk för informationsasymmetri mellan t.ex. företagsledning och ägare vilket kan bidra till en ökning av agentproblem och tillhörande kostnader inom sektorn.

Traditionellt sett exkluderas ofta vapen som är reglerade under internationella fördrag (PRI Association 2024). Silvola och Landau (2021) framhäver också att dessa kontroversiella vapen (enligt EU:s SFDR ingår truppminor, klustervapen, kemiska vapen och biologiska vapen i kategorin kontroversiella vapen (Europeiska kommissionen 2022b) och ofta inkluderas även kärnvapen (Silvola och Landau 2021)) ofta exkluderas, men menar samtidigt att det finns gråzoner. Ett konkret exempel är definitionen av vem som är producent av kontroversiella vapen. Hur ska t.ex. komponenttillverkare och underhållsleverantörer klassas? Produkter med dubbla användningsområden är också kopplade till denna problematik, vilket explicit nämns i EU:s unionsordning för dessa produkter (Europaparlamentet och rådet 2021). Silvola och Landau (2021) lyfter också upp att tredjehands ESG-data ofta kan komma med inkonsekventa konklusioner kring denna frågeställning vilket skapar oklarhet och rum för tolkning.

### **3 TIDIGARE FORSKNING**

I skrivande stund har det gått drygt tre år sedan Rysslands invasion av Ukraina och diskussionerna om det nya geopolitiska läget har varit aktuella från början. Som fenomen är de institutionella investerarnas roll i finansieringen av försvarskapacitet och hur de själva förhåller sig till försvarsindustrin som investeringsområde i detta nya säkerhetsläge fortfarande så pass nytt att liknande studier inte finns (enligt skribentens bästa kunskap).

Som litteratur har därför används kvalitativ forskning som belyser beteendet hos institutionella investerare; hur de opererar och hur de fattar beslut, samt institutionella investerares inställning till ESG och ansvarsfullt investering; hur de implementerar ansvarsfullhet och vilka de bakomliggande motiven är. De medtagna studierna fungerar både som belägg för själva värdet i att forska i dessa institutioners verksamhet, plats i samhället och hur de tar sig an ansvarsfullhet och hållbarhet i sin verksamhet, samt som argumenterande stöd för val av metod och behandling av data i denna avhandling. Metodik och data i tidigare empirisk forskning, samt naturligtvis resultaten och nyckelinsikterna, ligger i fokus i detta kapitel för att inte överlappa med kapitlet för bakgrund och teori.

Kapitlet inleds med tidigare kvalitativ forskning på hur institutionella investerare opererar och fattar beslut, för att sedan framföra tidigare forskning på institutionella investerare och ansvarsfulla investeringsstrategier och drivande krafter bakom dem.

#### **3.1 Kvalitativ forskning på hur institutionella investerare opererar och fattar beslut**

Området för empirisk kvalitativ forskning inom finansiell ekonomi och i det här fallet kring hur investeringsbeslut och andra beslut och processer görs i praktiken är mycket mindre använt än de vanligare kvantitativa frågeställningarna och forskningsansatserna. Dock spelar beteendemönster och policy roll inom finansvärlden, vilket Harvardprofessorn Lintner (1956) visar i sin revolutionära studie om dividendpolitik där han med hjälp av en induktiv forskningsansats börjar med att intervjua finanschefer för att förstå hur de verkligen opererar, varefter han utvecklar den kända teoretiska modellen för optimal dividendutdelning. Detta skapar rum för mer kvalitativ forskning inom finansvärlden, något som Kaczynski, Salmona och Smith (2014) hävdar att det behövs mer av för att kunna förstå komplexa resonemang och förutspå beteenden i de moderna kapitalmarknaderna.

Trots underskottet av kvalitativa studier har några för denna avhandling relevanta kvalitativa studier på investerarbeteende ändå identifierats och beskrivs till följande.

Guyatt (2005) analyserar i sin induktiva forskning "Meeting Objectives and Resisting Conventions: A Focus on Institutional Investors and Long-Term Responsible Investing" de utmaningar som institutionella investerare möter inom ramen för ansvarsfullt investering och kombinerar således litteraturen kring ansvarsfulla investeringar och beteendekonomi. Metodiken bygger på tre longitudinella fallstudier där tre institutionella investerare (större pensionsfonder och försäkringsbolag) från Storbritannien som alla implementerat ansvarsfullt investering studeras via ett flertal metoder; sex ostrukturerade diskussioner med ett flertal representanter från institutionerna, textuell analys av investeringsdokument skapade av institutionerna, och 20 semi-strukturerade intervjuer med fondförvaltare. Likheter framkommer i hur de tre institutionerna framställer sina ansvarsfulla investeringsriktlinjer; att vara långsiktiga ansvarsfulla ägare och att fondförvaltare ska beakta lämpliga ESG-kriterier vid köp- och säljbeslut, men fortfarande utan att gå utanför organisationens investeringsmål och juridiska ramar. Guyatt (2005) menar dock att det förekommer beteendemässiga hinder för ansvarsfullt investering, nämligen kortsiktighet (dvs. överbetoning av nuet (kortsiktiga kassaflöden) på bekostnad av längre horisonter) och dragning till försvarbara "konventionella" beslut framom mera okonventionella beslut som inte följer rådande konsensus (dvs. investeringsbeslut som är lättare att försvara både internt till kolleger och externt till kunder och andra intressenter). Även ovilja och utmaningar med att integrera och värdera långsiktiga ansvarsfaktorer i investeringsprocessen i praktiken framkommer i resultaten. Dessa tendenser verkar enligt Guyatt (2005) drivas av rådande dominerande "konventioner" (läs: allmän opinion, trender och allmänna tillvägagångssätt) som forskaren menar att förstärks av institutionella flocktendenser. Preliminära tankar om att institutionellt flockbeteende kan ha effekt på förändrandet av rådande konventioner presenteras också samt att samarbete mellan institutioner kan vara nyckeln till ökad mobilisering bland dessa, och vidare till lyckade försök till förändring mot mer hållbara konventioner och sätt inom industrin.

I artikeln "Facing Up to Fund Managers: an Exploratory Field Study of How Institutional Investors Make Decisions" ämnar Coleman (2015) studera hur institutionella investerare (i det här fallet kapitalförvaltare) på fyra kontinenter faktiskt fattar investeringsbeslut i praktiken, med särskild fokus på i vilken utsträckning de följer eller avviker från modern finansiell teori (exempelvis Capital Asset Pricing Model "CAPM" och portföljoptimering). Den kvalitativa forskningen syftar också till att beskriva de faktorer och processer som påverkar besluten. Data

består av material samlat genom 34 semi-strukturerade intervjuer under det andra kvartalet år 2012. Samplet består av portföljförvaltare, investeringschefer, Private Equity och Venture Capital-fondförvaltare, en jurist och finansiella rådgivare från London, New York, Melbourne och Istanbul. Intervjuguiden bestod av frågor kring användning av finansiell teori, beslutsprocesser, riskhantering och beteendemässiga aspekter och insamlade data analyserades genom manuell kodning av teman och underkategorier. De centrala resultaten pekar på att fondförvaltare sällan använder sig av teoribaserade modeller som CAPM och VaR (riskanalys), utan kvalitativa metoder så som företagsbesök, intervjuer med ledning och personlig erfarenhet dominerar. Investerarbeteende och beslutfattande påverkas starkt av sociala faktorer som organisationens egen syn (*eng. "house views"*), förväntningar hos kunder och gruppträck. Kortsiktighet och tron på "momentum" är vanliga markandssynsätt, i kombination med tron på att marknader tenderar att återgå till medelvärdet på lång sikt, vilket enligt Coleman (2015) strider mot standardteorin om effektiva marknader. Synen på risk tenderar att vara snarare en fråga om att undvika kapitalförlust (risk likställs med chansen till förlust) än att minimera statistisk risk (dvs. osäkerhet kring avkastning) och de teoretiska analyserna skapas främst för att tillfredsställa kunder och andra intressenter. De största riskfaktorerna som nämns är osäkerhet, informationsasymmetri och att risk spänner sig över finansiella data, verksamheten, ledningen och produkten hos bolag.

Liknande slutsatser drar Hellman (2000) i sin doktorsavhandling "Investor Behaviour: An Empirical Study of How Large Swedish Institutional Investors Make Equity Investment Decisions". Forskningens datainsamling skedde genom dokumentanalys och 42 intervjuer med investeringspersonal på åtta stora svenska institutionella investerare. Samplets institutioner behandlades som åtta skilda fallstudier. Resultaten visar att val av aktier bara delvis görs på basis av kvantitativa grundläggande analyser och att icke-publik kvalitativ information och kvalitativa marknadstolkningar spelar en signifikant roll. Beslutsprocesserna är ofta situationsberoende och de starkaste influenserna som påverkar besluten räknas upp som aktiviteten på marknaden – som förväntningar men också fundamentala förändringar av åsikter, konkurrenters beslut och beteende, och egna organisatoriska aspekter i kombination med kultur. Även Hellman (2000) menar att riskbedömningen bygger på förlustsannolikhet, likviditet och marknadsdynamik, och informationsasymmetri förebyggs genom att samla mera information.

Warren och Foster (2014) studerar i sin artikel "Interviews with Institutional Investors: The How and Why of Active Investing" hur institutionella investerare resonerar kring valet mellan aktivt och passivt förvaltande, hur de väljer vilka aktiva aktieförvaltare de anlitar och hur de konstruerar portföljer med flera förvaltare. Det djupare syftet med studien är att försöka förstå varför

institutionella investerare går för aktivt förvaltade portföljer då litteraturen säger att den genomsnittliga avkastningen efter avgifter underpresterar i jämförelse med passivt förvaltade fonder. Data består av nyckelpersoner inom investeringsverksamheten på tio australiensiska pensionsfonder och metoden forskarna använder sig av är djupgående intervjuer som de analyserat med hjälp av programmet NVivo 9 och manuell analys. På basis av resultaten drar forskarna följande slutsatser; flera av de aspekter som är grundläggande i litteraturen kring fondförvaltning spelar en relativt liten roll vid beslutsfattning. I stället tyder intervjuresultaten på att investerarens egen uppfattning och bedömning, speciellt utvärderingen av människor, väger tungt och har en central roll vid val av fondförvaltare. Investerarens eget förtroende för förvaltaren vid valet att fortsätta existerande förhållanden och även egen självuppfattning om förmågan att identifiera skickliga förvaltare spelar också störst roll enligt Warren och Foster. Forskarna menar att exempelvis tidigare avkastning och prestanda inte i sig självt styr besluten utan snarare tas med och analyseras för att förstå underliggande orsaker till avkastning. Aktiv förvaltning föredras ifall en handfull skickliga förvaltare kan identifieras och kombineras för att generera en bättre förväntad portföljavgkastning och aktiva förvaltares genomsnittliga avkastning är endast vagt förknippat till de skäl som ligger bakom valet av aktiva förvaltare. Med andra ord, samplets investerare beaktar en bred mängd aspekter när de fattar beslut, och flera av dessa aspekter fångas inte upp i den tillgängliga data som forskare inom finansiell ekonomi vanligtvis använder sig av. Subjektivitet och värderingsbaserade bedömningar spelar således enligt forskarna centrala roller i alla de tre studerade beslutfattningsprocesserna och i portföljkonstruktion generellt, där övervägandena bildar ett sammanhang som är för komplext att modellera kvantitativt. Detta styrks av att inte en enda av studiens intervjuobjekt använde sig av endast kvantitativ analys vid beslut.

### **3.2 Institutionella investerare och ansvarsfulla investeringsstrategier**

Redan i början av 2000-talet konstaterar Sparkes och Cowton (2004) att social ansvarsfullhet och hållbara riktlinjer blivit en stark pelare i institutionella investerares investeringsriktlinjer, och trenden har som konstaterat bara ökat. Tidigare forskning på hur institutionella investerare förhåller sig till och implementerar detta i praktiken visar att de vanligaste strategierna bland institutionella investerare är negativ screening, aktivt ägande och ESG-implementering (Amel-Zadeh & Serafeim 2018; Eurosif 2018). De populäraste strategierna behandlas mer detaljerat härnäst, med extra fokus på negativ screening i och med att avhandlingens fokusindustri ofta beaktas i en exkluderingskontext. Kulturens roll och koppling till ansvarsfullt investerande beskrivs också.

### **3.2.1 De vanligaste ansvarsfulla investeringsstrategierna**

I sin välciterade artikel "Why and How Investors Use ESG Information: Evidence from a Global Survey" studerar Said/Oxford- och Harvardforskarna Amel-Zadeh och Serafeim (2018) på vilket sätt institutionella investerare (både kapitalägare och förvaltare) använder sig av ESG-information. Samplet består av 652 enkätrespondenter (svarsprocent på 14 %) och representerar enligt forskarna och deras definitioner 43 % av världens institutionellt förvaltade kapital (respondenternas kollektiva förvaltade kapital var USD 31 biljoner). De visar att 82 % av respondenterna i deras enkätstudie beaktar ESG-information när investeringsbeslut fattas. Den överlägset vanligaste orsaken var att respondenterna ansåg att ESG-information eftersom ESG-information är finansiellt väsentlig för investeringsresultatet (63 % av respondenterna). De fyra vanligaste övriga motiven bakom tillämpande av ESG-data, alla med ungefär en tredjedels svarsprocent, var i) växande efterfrågan bland kunder och andra intressenter, ii) dess effektivitet i att förändra företags beteende, iii) de anser att det är en del av produktstrategin, och iv) eftersom de ser det som sitt etiska ansvar. I övrigt visar studiens resultat stora geografiska skillnader mellan exempelvis Europa och USA, där europeiska institutioner i högre grad bekänner etiskt ansvar och tron på att ESG-överväganden bland investerare har effekt på bolagen. Amerikanska institutioner är också mer benägna att anse att ESG-data inte har finansiell relevans i investeringsbeslut och att användningen av ESG-data strider mot förvaltaransvaret.

De största hindren för tillämpande och integrering av dessa data enligt Amel-Zadeh och Serafeim (2018) är problem med just data och standardisering av rapportering. Över 40 % av informanterna menar nämligen att bristen på jämförbara data över företagsgränser är ett hinder, och en ungefär lika stor andel menar att insamling och analys av dessa data är dyrt och inte tillräckligt detaljerad. När det kommer till de vanligaste strategierna påvisar forskarna att ESG-informationen främst används för att engagera sig i portföljbolagen (37 % av samplet), integrera i finansiell analys (34 %) och screeningprocesser, med större fokus på negativ screening (30 %) än positiv screening (13 %). Positiv screening förväntas dock öka i popularitet i framtiden tack vare dess kostnadseffektivitet.

Dessa tre strategier för hållbart och ansvarsfullt investering hamnar även i top 3 i Eurosif:s (2018) senaste rapport, med negativ screening som överlägsen vinnare, aktivt ägande på plats två och ESG-integrering på plats tre. Enligt rapporten är efterfrågan hos institutionella investerare det som driver efterfrågan på ansvarsfullt investering överlägset mest, med lagstiftning på andra plats.

Detta är någorlunda i linje med Eccles et al. (2017) som analyserade 582 globala institutionella investerare genom enkätstudie – samplet jämnt fördelat mellan kapitalägare och förvaltare samt aktie- och räntebärande placeringar – och kom fram till att negativ screening (exkludering) och värderingsbaserad screening (47 % av respondenterna), bäst-i-klassen -screening (37 %) och tematisk investering (29 %) var de populäraste strategierna. Resultaten var väldigt lika både mellan kapitalägare och förvaltare, tillgångsklasser samt geografiskt, men med skillnad i investeringshorisont där kapitalägarnas var noterbart längre än kapitalförvaltarnas. Som motiv till ESG-investering framstod främjande till långsiktig investeringsmentalitet (62 % av respondenterna) och främjande till kultivering av bättre investeringspraxis (48 %) som de vanligaste orsakerna, följt av efterfrågan från förmånstagare (38 %) och personliga övertygelser hos högre ledning eller investeringskommitté. Även i denna studie rapporteras brist på standarder för mätning av ESG-prestanda (60 % av respondenterna) och brist på ESG-data rapporterad av företag (53 %) som de största hindren för integrering av ESG i verksamheten, medan större transparens inom ESG-rapportering rapporteras som det bästa sättet att förbättra integreringen.

### **3.2.2 Effekten av negativ screening**

Hoepner och Schopohl (2018) analyserar i sin empiriska studie “On the Price of Morals in Markets: An Empirical Study of the Swedish AP-Funds and the Norwegian Government Pension Fund” Sveriges AP-fonder och den norska statens pensionsfond (ofta kallad Oljefonden) hur dessa två instanser använder sig av negativ screening och vilka effekter exkluderingsriktlinjerna har. Studien närmar sig exkluderingen från två håll; sektorbaserad screening som utesluter bolag på grund av bolagets affärsmodell eller normbaserad screening där exkluderingen ur investeringsuniversumet görs på grund av att bolaget i sin verksamhet strider mot internationella normer. Genom tidsserieanalys på exkluderingsbeslutens prestandaimplikationer visar Hoepner och Schopohl att portföljer konstruerade av de uteslutna aktierna inte genererar onormal avkastning i jämförelse med fondernas benchmark-index. Statistiskt signifikant högre risk hittas bara för den norska statens pensionsfond. Forskarna tolkar resultaten som en indikation på att med negativ screening, genomförd enligt de två sampelfonderna, kan kapitalägare uppfylla de etiska målen för sina förmånstagare utan att äventyra den finansiella avkastningen.

Renneboog et al. (2008) och Scholtens och Sievänen (2013) menar dock båda att exkludering är ett föråldrat sätt att idka ansvarsfullt och hållbart investering på och Richardson (2011) diskuterar också faktumet att förmånstagare för pensionsfonder är både länders nuvarande invånare och kommande generationer vilket gör det svårt, om inte omöjligt, att nå konsensus om

var exkluderingslinjen ska dras bland alla förmånstagare. Att utgå från att den minsta gemensamma nämnaren är nationell lagstiftning och internationella standarder, i det här fallet FN:s Global Compact och OECD Guidelines for Corporate Governance and for Multinational Enterprises, internationella arbetsrättsstandarder och konventioner om kontroversiella vapen, är en väg som enligt Sandberg et al. (2014) möjliggör iakttagande av etiken samtidigt som finansiell negativ inverkan minimeras.

### **3.2.3 *Kulturens effekt och koppling till ansvarsfullt investering***

Att kulturen i olika samhällen har inverkan på ekonomiska utfall har studerats av Guiso et al. (2006) i artikeln ”Does Culture Affect Economic Outcomes?”. I artikeln lyfter de upp problemen med att ekonomer länge varit motvilliga till att se kultur som en möjlig delorsak till ekonomiska fenomen (med hänvisning till ”kulturens” inbyggda attribut; att den är bred, vag och har flera påverkningskanaler, och i grunden svår att mäta och testa). Forskarna hävdar dock att metoderna och data på människors preferenser och övertygelser utvecklats vilket gör det möjligt att studera kulturella arv och dess inverkan på ekonomin. Forskarna definierar kultur enligt följande: ”de sedvanliga föreställningar och värderingar som etniska, religiösa, och sociala grupper överför i stort sett oförändrade från generation till generation” (författarens översättning) och visar på genomgripande effekter av kultur på en rad olika ekonomiska resultat. Denna forskning utvecklar Guiso et al. (2009) vidare i sin senare artikel ”Cultural Biases in Economic Exchange” där de med hjälp av data på bilateralt förtroende mellan europeiska länder studerar effekterna på ekonomiska utbyten. Studien visar att förtroende påverkas av exempelvis länders konflikthistoria och religiösa likheter, och att länder med lägre förtroende sinsemellan idkar mindre bilateral handel. Denna effekt är starkare för förtroendeintensiva varor.

Dyck et al. (2019) tar avstamp i just kulturens betydelse och ”informella regler” som styr finansvärlden i sin välciterade artikel ”Do Institutional Investors Drive Corporate Social Responsibility? International Evidence”. De menar att trycket från sociala normer återspeglar sig i institutionella investerare, som i sin tur för över detta på portföljbolagen med förbättrad ESG-prestanda som resultat (i studien ligger fokuset på E och S, dvs. miljö- och sociala faktorer). Dyck et al. (2019) använder sig av Akerlof och Krantons (2005, s. 12) definition på norm; ”människors syn på hur de själva och andra bör eller inte bör bete sig” (författarens översättning) och baserar sin studie på data på andelen institutionellt ägarskap, ES-vitsord och finansiella data från ett sampel på 3277 icke-amerikanska aktier från 41 olika länder under tidsperioden 2004–2013 och använder både tidsserie- och tvärsnittsanalys som metoder. Resultaten visar att europeiskt institutionellt ägarskap påverkar bolagens ES-prestationer positivt, och effekten är dessutom

dubbel så stark då institutionen skrivit under FN:s principer om ansvarsfullt investering (PRI). Forskningen visar också att drivkraften bakom ökad ES-prestanda är institutionernas engagemang i bolagen, och inte exempelvis det att institutionerna köper bolag som har goda ES-vitsord och säljer sådana med dåliga. I de avslutande testerna på vad som driver institutionerna inom området tyder resultaten på att de är motiverade av både finansiell och social avkastning när de adresserar ES-prestation. I sin konklusion menar forskarna avslutningsvis att studien visar hur sociala normer flyter in i bolagen via portföljförvaltning och att således även normer och kultur har sin givna plats i ekonomisk beslutsfattning.

Kulturens roll i Norden har också analyserats. I sin artikel "A History of Scandinavian Socially Responsible Investing" om socialt ansvarsfullt investering i Skandinavien från 60-talet framåt studerar Bengtsson (2008) sociala värderingar och normer och hur investerare anpassar och ändrar sina arbetsgångssätt för att möta den institutionella kontext de omges av. Studien lägger specifik fokus på hur olika slag av investerare agerar som institutionella entreprenörer under specifika historiska perioder och hur dessa roller förändras när institutionella regelsystem på olika samhällsnivåer förändras. Med en fallstudieansats och genom att samla data via intervjuer, årsrapporter, fonderapportering, pressmeddelanden, statliga undersökningar, rapporter från tredje sektorn, nyhetsartiklar och tidigare forskning studerar Bengtsson hur utvecklingen inom SRI skett i Sverige, Norge och Danmark. Förklaringarna fokuserar på hur SRI har utvecklats till följd av kulturella förändringar i samhället, förändringar i formella regelverk samt förändrade rutiner och praxis hos aktörerna. Bengtsson menar att det under årtiondena skett dubbla omvandlingsprocesser, å ena sidan aktörernas anpassning till kontextuella förändringar och å andra sidan deras roller som institutionella entreprenörer och skapare av institutionella sammanhang och nya sätt. Händelser, samhällelig förändring och centrala aktörer (och andra aktörer) formar alltså SRI-praxis. Som ett konkret exempel menar Bengtsson t.ex. att trots att den direkta orsaken till att statliga fonder gör revideringar i investeringsriktlinjer (i det här fallet går mot striktare etisk screening i början av 2000-talet) beror på ändringar i lagen så svarar regeringen själv på press från allmänheten som inte vill se statliga medel involverade i oetiska verksamheter.

Även Henningsson (2009) studerar kulturens och sociala krafters roll bland specifikt svenska institutionella investerare i sin artikel "Fund Managers as Cultured Observers". Baserat på 14 semi-strukturerade intervjuer med fondförvaltare på banker, pensionsfonder och försäkringsbolag och med förankring i systemteori och nätverksteori menar Henningsson (2009) att i tillägg till organisationens interna regler, normer och förväntningar som påverkar, formar

även de sociala nätverken investerarnas tolkningar och beslut och har de facto en stödjande roll och minskar på komplexiteten när investerarna tar del av mycket, speciellt immateriell, information. Det framkommer också att analytiker, media och andra marknadsaktörer skapar sociala agendor och marknadsperspektiv kring vissa bolag som kan styra vad som tolkas som viktigt, och fast fondförvaltare försöker distansera sig från dessa agendor och bibehålla en självständig analys påverkas de ändå av dem.

Allmänhetens roll, sociala normer och förändring i samhället som drivkrafter bakom hur ansvarsfullt investering utvecklas påpekas också av Sandberg et al. (2014) och Richardson (2011), som de facto menar att de två största drivkrafterna för AP-fonderna i Sverige respektive Oljefonden i Norge att inkludera etisk negativ screening i deras investeringsriktlinjer är portföljbolagens bristande efterlevnad av reglering och vädjan till allmänhetens förtroende. Att specifikt pensionsfonder är mindre sannolika att innehålla syndaktier kommer fram i den välciterade studien "The Price of Sin: the Effects of Social Norms on Markets" av Hong och Kacperczyk (2009). I studien analyserar forskarna amerikanska börsnoterade syndaktier (i det här fallet alkohol, tobak och hasardspel) under perioden 1962–2006. De visar att andra relativt sett mer "självständiga" institutionella investerare inte skyggar från dessa sektorer på samma sätt som pensionsfonder, och tolkar resultatet som att pensionsfonder i högre grad är under lupp vad gäller allmän granskning och således exkluderar syndaktier för att anpassa sig till samhälleliga normer.

### **3.3 Sammanfattning av tidigare forskning**

På basis av den relevanta tidigare forskningen visar det sig att institutionella investerare opererar utgående från en mängd olika faktorer; finansiella data, egen erfarenhet och uppfattning, allmän opinion i samhället och kontextuella förändringar.

Trots att negativ screening är den äldsta strategin och "förfadern" till ansvarsfullt investering är den fortfarande en av de mest använda. Tillgången till tillförlitlig ESG-data och brist på standardisering ses bland de flesta institutionella investerare som de största hindren, samtidigt som ökad efterfrågan ändå driver ansvarsfull investeringsverksamhet framåt. Denna utveckling sker hela tiden och Renneboog et al. (2008) hävdar avslutningsvis i sin litteraturoversikt över socialt ansvarsfullt investering, det institutionella perspektivet och investerarbeteende att det finns betydande möjligheter för mera forskning inom det allt viktigare ämnesområdet ansvarsfullt investering.

## 4 METODPRESENTATION

Syftet med denna studie är som tidigare nämnts att studera huruvida det skett förändringar i attityder kring en specifik sektor bland institutionella investerare och ifall det kunde tyda på förskjutningar i dominerande ESG-narrativ. Studien baserar sig således på uppfattningar, tolkningar och värderingar samt förändrade normer och målet med studien är alltså att försöka analysera hur branschspecialister navigerar i ett nytt geopolitiskt landskap.

Det fjärde kapitlet i denna avhandling redogör för studiens metod. I detta kapitel beskrivs den analytiska processen som använts för att närma sig forskningsfrågorna, dvs. vilka val som gjorts för att skapa det mest ändamålsenliga tillvägagångssättet för att svara på studiens frågor. I enlighet med ramverket av Saunders et al. (2016), som menar att forskning är ett fenomen med flera lager, inleds metodredogörelsen med ramverkets yttersta lager, forskningsfilosofin. Ramverket arbetar sig sedan inåt, lager för lager, för att till näst diskutera forskningsansats, varefter argumenten för val av forskningsmetod presenteras. Kapitlet belyser även hur studiens datainsamling genomförts samt hur dataanalysen gjorts, som också utgör kärnan för Saunders et al. (2016) ramverk. Avslutningsvis beskrivs de kvalitets- och forskningsetiska aspekter som studien eftersträvar. Där ingår även frågor om datahantering och en redogörelse av användning av artificiell intelligens (AI).

### 4.1 Forskningsfilosofi

Saunders et al. (2016) definierar forskningsfilosofi som det som beskriver hur vi ser på vår omvärld och synen på hur kunskap blir till. *Ontologi* hänvisar till uppfattningen om vad som är verklighet och kan ses som antingen *objektivistisk* där företeelser är oberoende av sociala aktörer eller *konstruktionistisk* där sociala aktörer är med och skapar sociala företeelser och därmed ständig revidering av den sociala verkligheten (Bryman & Bell 2017). Den del av forskningsfilosofin som beskriver vad som är eller kan anses som godtagbar kunskap, samt hur kunskap skapas, handlar om kunskapsteori eller *epistemologi* (Bryman & Bell 2017). Epistemologin och ontologin utgör alltså det övergripande yttersta lagret i Saunders et al. (2016) ramverk för skapandet av en robust studie och till slut ny kunskap om vår verklighet.

Hur denna godtagbara kunskap anskaffas och studeras kan till näst ske på olika sätt. *Positivism* är en naturvetenskapligt inriktad kunskapsteori som utgår från att verkligheten är objektiv och kan mätas utgående från kvantitativa data medan *interpretativism*, även känt som tolkningsperspektivet, tar fasta i att verkligheten är subjektiv och att sociala aspekter spelar roll

(Bryman & Bell 2017). Interpretativismen härstammar från kritiken mot att använda naturvetenskapliga modeller på den sociala verkligheten; att människor och deras institutioner fundamentalt skiljer sig från naturvetenskapens studieobjekt och därmed kräver en annan forskningsprocess och logik i konstruerande av studie för att fånga den subjektiva innebörden av handlingar (Bryman & Bell 2017).

I och med att denna studie ämnar analysera förändringar i uppfattningar och tillvägagångssätt, till en viss mån även ändringar i etiska förhållningssätt och tolka bakomliggande resonemang, är den bäst lämpade forskningsfilosofin för detta ändamål det interpretativistiska perspektivet. Subjektiva uppfattningar och sociala sammanhang förväntas spela roll när investerare fattar beslut och när institutioner sätter upp investeringsriktlinjer (Sandberg 2008). Som jämförelse; hade målet med studien varit att mäta och generalisera institutionella investerarens beteende med kvantifierade enkäter hade infallsvinkeln varit positivistisk. Från ett ontologiskt perspektiv tar studien en *konstruktionistisk* inriktning i och med att grunden för forskningsämnet härstammar från att attityder kan ändra och att huruvida investeringar i försvarsindustrin anses hålla måttet för hållbarhet eller inte påverkas av allmänna uppfattningar och samhälleliga narrativ som skapas av sociala aktörer.

Utifrån forskningsfilosofin väljs sedan forskningsansatsen och själva metoden med datainsamling och -analys, vilket understryker filosofins fundamentala roll i designandet av en korrekt utförd studie (Saunders et al. 2016).

#### **4.2 Forskningsansats**

Nästa lager i utformandet av den bäst lämpade forskningsdesignen är forskningsansatsen. Forskningsansatsen beskriver relationen mellan teori och empiri och ramverket av Saunders et al. (2016) skiljer mellan *deduktiv* och *induktiv* ansats. Ett deduktivt förhållningssätt mellan teori och praktisk forskning går ut på testande av befintlig teori, där kvantifiering ofta betonas i både insamling och analys av data och hypoteser baserade på teori testas. En induktiv strategi strävar efter att bygga ny teori utifrån mönster och insikter från insamlade data, där ord ofta ligger som grund för datainsamling och analys. I tillägg finns även den *abduktiva* ansatsen som tillämpar bägge ansatser. (Bryman & Bell 2017; Saunders et al. 2016)

Utgående från syftet med denna studie är den induktiva ansatsen den bäst lämpade eftersom den utgår från att världen är i ständig utveckling och teorin fungerar som avstamp till att generera ny teori på basis av data – i det här fallet hur och varför investeringsriktlinjer ändrar på grund av relativt nyligen förändrad geopolitisk situation. Den induktiva ansatsen möjliggör en nära och

djup förståelse för ämneskontexten och vilken inverkan människan har i sammanhanget. Ansatsen är även flexiblare och tillåter modifiering av betoning då forskningen framskrider. Detta kan vara av vikt i denna avhandling eftersom växande förståelse för ämnet allt eftersom forskningen tar form kan komma att generera nya relevanta infallsvinklar som kan kräva modifiering av avhandlingens betoning. (Saunders et al. 2016)

### 4.3 Val av forskningsstrategi och metod

Det tredje steget i skapandet av forskningsmetodik är val av den forskningsmetod som på bästa möjliga sätt besvarar de ställda forskningsfrågorna. Vid valet av forskningsansats stod det i stora drag mellan en deduktiv eller induktiv ansats, vilka många gånger går hand i hand med differentieringen mellan de mer allmänt kända termerna kvantitativ och kvalitativ forskning. Där kvantitativa metoder analyserar numeriska data, bygger kvalitativ forskning på icke-numeriska data så som observationer av situationer och diskussion. Även analys av text och bilder ingår i kategorin för kvalitativ forskning. (Saunders et al. 2016)

Ändringar i så pass betydande riktlinjer hos institutionella investerare som fundamental investeringspolicy kan antas göras genom beslut fattade av högre uppsatta anställda. För att förstå den bakomliggande argumentationen och händelseförloppet fram till en eventuell revidering framstår en kvalitativ forskning på basis av intervjuer som en genomförbar och ytterst lämplig metod. En kvantitativ metod är inte utesluten inom ramen för studiens bredare ämnesområde men kan inte svara på de mer djupgående frågorna *hur* och *varför* när det gäller processer, beslut och implikationer. Kvantitativa data kunde studeras på exempelvis genomförda investeringar för att analysera huruvida ord faktiskt utmynnat i handling eller vilka variabler som påverkar institutionellt ägarskap i försvarssektorn, men tre år (tiden som gått sedan Rysslands anfall) är en kort tid i ifrågavarande kontext och utgör en begräsning för eventuell kvantitativ empirisk analys av krigets effekt idag. Att bara analysera en eller flera isolerade variabler blir också för snävt då syftet med studien är att analysera djupare attitydförändringar bland en central grupp investerare.

För att summera; den relativt nya situationen bjuder inte på tillräckligt med tid och historiska data för att en kvantitativ metod som t.ex. en regression ska vara ändamålsenlig. Att studera detta brytningsskede inom industrin är högaktuellt och intressant ur flera olika samhällliga synvinklar men en viss grad av subjektivitet kommer inte att kunna elimineras, vilket talar för en kvalitativ metod. Sett genom en mer allmän lins går även kvalitativa studier och den interpretativistiska infallsvinkeln hand i hand (Fossey et al. 2002).

Bland de kvalitativa forskningsmetoderna har vi exempelvis enkätstudier, fallstudier, etnografi och deltagande observationer samt intervjuer (Saunders et al. 2016). Forskningsdesignen kan även kategoriseras på olika sätt på basis av syftet med studien och denna studie utgår från en *explorativ* och delvis även *komparativ* design. Den explorativa, eller utforskande, designen är passande i och med att den används då man ämnar svara på frågor som ”vad händer” och då man analyserar fenomen i en ny dager (Saunders et al. 2016). Den lämpar sig även speciellt bra då studien ämnar få klarhet i ett problem (Saunders et al. 2016). En komparativ design används då forskaren strävar efter att göra någon form av jämförelse mellan två eller flera fall (Bryman & Bell 2017). Med andra ord lämpar sig synsätten väl för ifrågavarande studie som studerar förändring och potentiella skillnader mellan länder.

Explorativa studier kan utföras på tre olika sätt: genom litteraturoversikt, genom att tala med experter inom ämnet och genom utförande av gruppintervjuer (Saunders et al. 2016). Att i datainsamlingen utgå från de som faktiskt lever denna verklighet och som står inför dessa förändringar och måste ta ställning till en på många sätt ”ny realitet” är ett motiverbart tillvägagångssätt och fungerar som brygga över till nästa del i forskningsdesignandet, dvs. datainsamling och analys.

#### **4.4 Datainsamling**

Den bäst lämpade kvalitativa datainsamlingsprocessen för denna avhandling är intervjuer eftersom de möjliggör insamling av djupgående kvalitativa data kring ett fenomen, djupare än vad till exempel en enkätstudie skulle lyckas samla in. Intervjustudier kan utföras på flera olika sätt och den så kallade intervjuguiden, alltså frågorna, är en central del i utformandet av en lämplig intervjustudie.

Intervjuer kan delas in i tre kategorier där en *ostrukturerad intervju* är den mest flexibla. Intervjuguiden för en ostrukturerad intervju består av studiens teman men själva diskussionen är fri och påminner mer om ett normalt samtal. Motsatsen till en ostrukturerad intervju är den mest inramade varianten; en *strukturerad intervju*. En strukturerad intervju har en intervjuguide med ett färdigbestämt frågebatteri som intervjuaren inte avviker från. Ett mellanting mellan dessa två typer är *semi-strukturerade intervjuer*. Denna intervjumetod är välanvänd inom kvalitativ forskning i och med att den bygger på en bestämd intervjuguide vilket säkerställer att intervjun följer samma mönster i alla intervjuer men möjliggör mindre avvikande från ”manus” som exempelvis öppna följdfrågor. För datainsamlingen i denna studie har en intervjuguide (Bilaga 1) lämpad för semi-strukturerade intervjuer skapats eftersom förutbestämda frågor som ställs till

alla intervjuobjekt, men med möjligheten att ställa förtydligande eller informantspecifika frågor, lämpar sig bäst för att svara på forskningsfrågorna och möjliggör djupare förståelse där informanternas olika erfarenheter kan fångas upp. (Bryman & Bell 2017)

Valet av metod för datainsamling styrks också av den relevanta tidigare forskning som finns, där flera forskare utfört semi-strukturerade intervjuer (Guyatt 2005; Hellman 2000; Bengtsson 2008).

Denna kvalitativa forskningsmetod bidrar även till mer nyanserad forskning inom finansiering och investering, något Burton (2007) i sin artikel hävdar att bär en viktig roll och fungerar som tillägg – snarare än ersättning – av traditionell kvantitativ forskning inom finans. Burton menar att det finns ett behov av mera forskning av kvalitativ natur i och med att varierande metoder bidrar till att generera ny och viktig empirisk förståelse för fenomen inom finansvärlden (Burton 2007). Kvalitativa metoder används speciellt i studier där man ämnar förstå bolag och investerares beteenden samt inom analys av informationsflöde mellan parter inom finanssektorn, vilket också stöder valet av metod för denna avhandling.

#### **4.4.1 Informanter**

En central del i datainsamlingsprocessen är identifierande av kvalificerade informanter. För att uppfylla studiens syfte gick processen ut på att först identifiera institutionella investerare som faller innanför de tidigare nämnda fokusgruppen. Därefter identifierades seniora anställda med antingen

- 1) sakkunskap inom själva investeringsverksamheten,
- 2) sakkunskap inom hållbarhet eller
- 3) övergripande ansvar över hela verksamheten.

För att stärka de kvalitativa data intervjuades alltså endast seniora anställda med ledarskapsposition för att garantera tillräcklig erfarenhet och insyn i organisationens beslutfattande. Portföljförvaltare och investeringsdirektörer intervjuades för att samla in data ur själva investeringsprocessens synvinkel, medan hållbarhetskunniga intervjuades för att få en djupare insikt i hur diskussionen kring ansvarsfullhetsvinkeln sett ut. Att inkludera personer med övergripande ansvar för hela verksamheten, i det här fallet verkställande direktörer, godkändes också med hänvisning till en verkställande direktörs centrala roll i ledandet av en organisation och speciellt inom ramen för förändring.

Urvalsmetoden är således *icke-sannolikhetsbaserad*, det vill säga informanterna är inte slumpmässigt valda (Bryman & Bell 2017). Informanterna har i stället sällats ut enligt en målstyrd strategi för att säkerställa informanternas kompetens och lämplighet att diskutera avhandlingens ämne, samt geografisk plats för att kunna få insikter från både Finland och Sverige.

Utifrån de 14 institutionella investerare som identifierats samlades kontaktuppgifter sedan in på de identifierade relevanta personerna. Dessa kontaktades via e-post eller LinkedIn meddelandetjänst och svarsprocenten var 93 %, dvs. 13 av 14. Av de som svarade tackade 11 organisationer ja till att ställa upp på intervju, vilket ger en framgångsprocent på 79 %.

Det slutgiltiga datasamplet för avhandlingen består alltså av 11 institutioner och 15 informanter. Orsaken till den ökade mängden informanter är att vissa portföljförvaltare och investeringsdirektörer valde att ta med organisationens sakkunniga i hållbarhetsfrågor, vilket ledde till att vissa intervjuer bestod av två personer. 73 % av samplet representerar organisationer med huvudkontor i Finland medan 27 % representerar organisationer med huvudkontor i Sverige. Fördelningen beror på tillgängligheten till informanter. Samplet sammanfattas i Tabell 1 med tillhörande tidstämplar.

**Tabell 1 Tabell över informanter**

Informant	Position	Typ av investerare	Land	Intervjulängd	Datum
1	Verkställande direktör	Institutionell fondinvestorare	Sverige	39 min 31 sek	23.4.2025
2 & 3	Portföljförvaltare och hållbarhetschef	Pensionsbolag	Finland	55 min 47 sek	7.5.2025
4 & 5	Portföljförvaltare och ESG-dataspecialist	Bank	Finland	1 t 9 min 41 sek	22.5.2025
6 & 7	Investeringsdirektör och hållbarhetschef	Institutionell fondinvestorare	Finland	55 min 23 sek	4.6.2025
8	Hållbarhetschef	Pensionsbolag	Finland	28 min 54 sek	7.6.2025
9	Hållbarhetschef	Bank	Sverige	38 min 16 sek	11.6.2025
10	Äldre kundansvarig	Bank	Finland	1 t 6 min 19 sek	16.6.2025
11	Specialist inom ansvarsfullt investerade	Pensionsbolag	Finland	50 min 18 sek	23.6.2025

12	Hållbarhetschef	Pensionsbolag	Sverige	40 min 10 sek	25.6.2025
13 & 14	Placeringschef och specialist inom ansvarsfulla investeringar	Bank	Finland	42 min 50 sek	25.6.2025
15	Hållbarhetschef	Förmögenhetsförvaltare	Finland	1 t 43 min 34 sek	7.7.2025

Alla förutom en intervju genomfördes virtuellt över applikationen Microsoft Teams. Den som inte genomfördes på distans skedde på informantens kontor. Intervjuerna skedde under tidsperioden mitten på april till början på juli, dock så att 9 av 11 intervjuer gjordes i maj och juni. Att insamlingen av data skedde under en specifik, relativt stram, tidsperiod är viktigt för att data ska kunna jämföras. Medellängden på intervjuerna var ca 54 min, dock med en outlier på 1 t 43 min som höjer medeltalet. Utan den blir medellängden ca 48 min, vilket motsvarar verkligheten aningen bättre.

#### 4.5 Dataanalys

Inför varje intervju skickades en samtyckesblankett och information om datasäkerhet och datahantering ut till samtliga informanter. I samtyckesblanketten ingick samtycke till att intervjun spelas in – detta för att säkerställa att alla relevanta insikter kommer med i analysen och att kompletta transkriberingar kan utföras efter intervju. Inspelning möjliggör också ett större engagemang från intervjuarens sida, som kan fokusera helt och hållet på informanten och den pågående diskussionen. Alla informanter förutom en godkände samtyckesblanketten i sin helhet och för den som bad att intervjun inte bandas in gjordes anteckningar för hand under intervjuens gång.

Samtliga intervjuer utfördes på informanternas modersmål, 5 på svenska och 6 på finska, och data analyserades på intervjuens ursprungsspråk. Översättning har gjorts endast för de citat som förekommer i avhandlingen.

Själva analysen har gjorts enligt Braun och Clarks (2012) ramverk för tematisk analys. Genom tematisk analys behandlas de insamlade data, dvs. transkriberingarna, på ett strukturerat och planmässigt sätt. För att forma mönster utgående från materialet organiseras och analyseras data samt insikter identifieras enligt en metod på sex steg.

Inledningsvis bekantar man sig med insamlat data genom att läsa igenom transkriberingarna och eventuellt lyssna på inspelningarna igen vid behov. Steg två består av inledande kodning, dvs. identifierande av likheter i materialet. Redan här sker en del av den tematiska mönsterbildningen (Braun & Clark 2012) och för att underlätta den tematiska analysen längre fram har färgkodning använts för att särskilja de första mönstren i data. Härefter, i steg tre, skapas de slutliga teman som baserar sig på både studiens teori och steg två.

Då dessa teman har skapats ska de även kritiskt granskas för giltighet och tillförlitlighet. Enligt ramverket för tematisk analys ska varje tema vara sitt eget och oberoende av andra och ifall det är fallet kan teman efter kvalitetskontrollen fastställas och namnges, vilket utgör steg fem. Det avslutande steget är tolkning och rapportering av data som också binder ihop analysens resultat.

## **4.6 Studiens kvalitet och forskningsetik**

### **4.6.1 *Garantier för högkvalitativ forskning***

Enligt Bryman och Bell (2017) bör tre huvudsakliga kriterier uppfyllas för att garantera högkvalitativa empiriska studier: reproducerbarhet, pålitlighet och validitet.

Pålitlighet och reproducerbarhet har garanterats genom att beskriva studiens empiriska metod och insamlingen och analysen av data på ett så utförligt och transparent sätt som möjligt, vilket gör det möjligt att replikera studien. Genom konsekvent analysmetod utgående från erkänt ramverk motverkas subjektivitet och personlig agenda i utformandet av studien och tolkningen av resultat och validiteten och trovärdighet stärks ytterligare av inkludandet av ordagranna citat.

Akademiska och etiska regler har följts för att säkerställa tillförlitligheten i allt från behandling av akademiska källor till säker datahantering och respektfullt och professionellt bemötande av och samarbete med informanterna. Objektivitet, anonymitet och integritet har hela tiden varit i fokus längs med processen. Frivilligheten kring deltagande har förklarats och information om sekretessbelagd datalagring och processande av information har givits i samband med samtyckesblanketten som skickats till samtliga informanter före intervjuerna. Samtliga intervjuer har också inletts med en muntlig genomgång och påminnelse om anonymitet och att intervjun spelas in och en transkribering genomförs i efterhand.

### **4.6.2 *Användning av artificiell intelligens***

I skapandet av denna studie och under avhandlingens skrivprocess har verktyg baserade på artificiell intelligens använts i enlighet med Hankens riktlinjer (Svenska handelshögskolan n.d.). Programmet ChatGPT (OpenAI 2024) har använts vid strukturering av skribentens skapade

intervjufrågor, dvs. kategorisering av frågorna i olika block utgående från frågornas karaktär, samt vid översättning av intervjuguiden från svenska till finska. Skribenten har noggrant granskat förslagen ChatGPT har gett och gjort egna ändringar vid behov. ChatGPT har också använts för inspiration i jobbet med att hitta relevanta litteraturkällor. De föreslagna artiklarna har granskats för sin relevans samt kvalitet och främst fungerat som språngbräda till andra artiklar genom att studera källförteckningarna i de föreslagna artiklarna, dvs. i motsvarighet till konventionell teknik.

Transkriberingarna har skapats via Microsoft Teams egen inbyggda funktion, men noggrant lästs igenom av skribenten och korrigerats där det behövts.

## 5 RESULTAT

I detta kapitel presenteras resultaten av studiens intervjuer. Data har analyserats tematiskt och framställs också temavis. Presentationssättet utgår från studiens fyra forskningsfrågor och inbegriper även tematiserade underkategorier för tre av fyra frågor. Informanterna har märkts med siffrorna från Tabell 1. Kapitlet börjar dock med att presentera grundförutsättningarna som informanterna tar avstamp i, för att sedan gå över till de förändringar som skett och drivkrafterna bakom dem, möjligheter och utmaningar som informanterna lyfter upp, försvarsindustrin ur ett hållbarhetsperspektiv samt institutionella investerarnas roll i den här kontexten. Avslutningsvis beskrivs övriga insikter kring likheter och skillnader på inställning inom Norden samt de framtidsutsikter informanterna förutspår.

### 5.1 Samplets implementerade investeringsstrategier

Institutionella investerare använder sig av olika strategier för att kombinera hållbarhet och avkastning. I enlighet med litteraturen och tidigare forskning (Amel-Zadeh & Serafeim 2018; Eurosif 2018) tyder de empiriska resultaten i denna studie på att de vanligaste strategierna för ansvarsfullt och hållbart investering går bortom exkludering och domineras av aktivt ägarskap och ESG-integrering genom hela studiens sampel. Förutom negativ screening (oftast tobak och kontroversiella vapen) förekommer även positiv screening på bolag som är väl positionerade att dra nytta av (hållbara) trender samt tematisk och bäst-i-klassen -investering där fokuset ligger på väl presterande bolag inom en viss sektor.

De dominerande ansatserna är alltså aktivt ägarskap och genomsyrande ESG-integrering i analysprocessen. Ägarstyrning sker genom att rösta på bolagsstämmor, ta platser i nomineringskommittéer som väljer styrelsemedlemmarna, och genom en aktiv dialog med bolag och fondförvaltare. Makten används på ett ansvarsfullt sätt exempelvis genom yrkande på rapportering och transparens. ESG-integreringen är mer heterogen och varierar från organisation till organisation, men syftet är ändå det samma: att kunna göra en grundläggande analys och riskbedömning av ett bolag ur ett miljö-, socialt och styrningsperspektiv på basis av data levererat av bolagen själva och externa dataleverantörer.

Analysarbetet kan sedan utöver grundläggande riskkartläggning och mötande av de vanliga normbaserade hållbarhetskriterierna också utmynna i en stämpel som "hållbart bolag" enligt SFDR:s striktare kriterier eller bäst-i-klassen -kategorisering.

Flera informanter (som Informant 2, 9, 11 och 13) lyfter fram att deras påverkan görs bäst genom det aktiva engagemanget i bolagen snarare än genom t.ex. avyttring. Exkludering ses ibland som ineffektiv eftersom det minskar investeringsuniversumet och för att ägarskapet då kan hamna i händerna på mindre ansvarsfulla aktörer.

”Exkludering minskar på investeringsuniversumet vilket försämrar riks-avkastningsprofilen då diversifieringsmöjligheten blir mindre. Vi kan påverka bättre genom att vara aktivt med och förbättra firmorna, i stället för att sälja eller låta bli att investera.” (Informant 3)

Informant 11 menar att de försöker att exkludera så lite som möjligt och hänvisar till nyare forskning som visar att detta inte har effekt utan kan ha motsvarande effekt i verkligheten då de ansvarsfulla ägarna försvinner. Dessa insikter kan kopplas till Renneboog et al. (2008) och Amel-Zadeh och Serafeim (2018) som uttryckligen visar att investerarbeteendet gått från enkel negativ screening till mer holistiska metoder.

Utöver den exkludering som sker på basis av internationella avtal som staten ratificerat eller andra standarder som FN Global Compact (anti-korruption, mänskliga rättigheter) som samtliga informanter nämner, rapporterar dock inte alla om en utökad exkluderingsstrategi. Negativ screening har tidigare idkats av organisationerna, speciellt vad gäller kontroversiella vapen, men där har det nu skett ändringar. En eventuell nyansskillnad mellan Sverige och Finland kan identifieras, där Finland gått längre i avskaffandet av exkludering (se kap. 5.6.1). Även för konventionella vapen och produkter med dubbla användningsområden gäller dock ofta en mer nyanserad bedömning och särskild uppmärksamhet riktas mot dessa kategorier.

Sammanfattningsvis tyder resultaten alltså på en rörelse bort från svartvita principer mot mer differentierade och strategiska ansatser där påverkan och datadriven hållbarhetsanalys betonas.

## **5.2 Forskningsfråga 1: Hur har Rysslands invasion av Ukraina påverkat investeringspolitiken och attityderna när det gäller försvarsindustrin under de tre senaste åren bland institutionella investerare?**

### **5.2.1 Drastiskt förändrat diskussionsklimat**

I samtliga diskussioner framkommer att diskussionsklimatet förändrats ordentligt under de senaste tre åren – både ute på fältet och internt – och flera talar om ett slags ”uppvaknande”. Den allmänna synen på och diskussionen kring investering i försvar har blivit mer positiv i både Finland och Sverige.

”Hör knappt att någon skulle vara emot. (...) Mer sällan man hör att diskussionen skulle kretsa kring att är det OK eller inte.” (Informant 2) ”Utan mer att vad är investeringscaset?” (Informant 3)

”Stor enighet i Sverige, det ifrågasätts inte på samma sätt som det gjorts tidigare.” (Informant 12)

Informant 10 vittnar om hur det rådde ”noll intresse att jobba med försvar innan februari 2022” och att det var ”indoktrinerat i organisationen”.

”Rent geopolitiskt har det inte varit en icke-fråga, men för oss har det varit en icke-fråga.” (Informant 10)

Informant 13 menar på liknande sätt att vapen före kriget var lite av ”no-go”, men efter kriget, lite förenklat, så heter det att vapen används för att försvara demokrati och frihet (mer om detta paradigmskifte i kap. 5.4.2). Informant 6 menar också att diskussionen har blivit mer vardaglig och är överraskad av hur öppet man nuförtiden talar om ämnet, inklusive produkter och hot, och med deras ”riktiga namn”.

Förutom diskussion med kunder berättar Informant 9 att de finns en tradition av att prata och samarbeta med konkurrenter, och att diskussionen kring de här frågorna är aktiv i kretsarna. Också dialog med själva försvarsindustrin (totalförvaltningsindustrin och försvarsindustrin) förs – t.ex. Nasdaq har faciliterat industridiskussioner – och diskussioner med den svenska regeringens finansdepartement förs, som enligt Informant 9 har ett intresse i att finansbranschen bidrar till kapacitetsuppbyggnaden. Informant 8 nämnder också ett specifikt exempel på heta diskussionstillfällen bland branschfolk:

”På PRI-konferensen [där man valde mellan olika diskussionsworkshops] ville alla tala om försvar.”  
(Informant 8)

En ökning syns inte bara i hur mycket försvarsindustrin diskuteras i informanternas arbetsvardag, utan somliga finska institutioner menar att ökningen redan syns i investeringsaktivitet. Informant 2 berättar om att hen sett många investeringscase och att mängden växer i ökande takt både gällande direkta equity-investeringar, PE-fonder samt på lånesidan. Ökad ”dealflow” inom den onoterade marknaden nämns även av Informant 7 och Informant 6.

Diskussionen breddas också ytterligare, enligt Informant 12, av att det inte bara handlar om rena försvarsbolag utan också andra påverkas i och med att man i slutändan talar om att bygga robusta samhällen. Informant 12 nämner t.ex. att bolag som Volvo Trucks, Scania, Ericsson och Assa Abloy blir inblandade. Denna bredd framkommer också i andra diskussioner; förutom renodlat försvar understryks också försörjningsberedskap tydligt i diskussionerna, enligt Informant 7. Informant 6 fortsätter att hela värde- och leveranskedjan, samt finskt och europeiskt ägarskap

stigit på agendan då det geopolitiska läget ändrade i och med den nya amerikanska administrationen.

”Om det förr var en fjäder i hatten med amerikansk ägare så ser man nu inom den här industrin det som en negativ grej eller rentav risk. Stor förändring i inställning under det senaste året.” (Informant 6)

Samma trend syns som en förändring i hur investeringssyndikat bildas inom venture capital och försvarssektorn, man vill ha europeiska ägare och dessutom ger statligt ägande nu stor kredibilitet, menar Informant 6.

### **5.2.2 Revidering av policy eller processer**

Rysslands invasion av Ukraina och övrig geopolitisk osäkerhet, vilket utmynnat i de stora satsningarna på försvar, har fungerat som en katalysator för institutionella investerare att titta över sina investeringsriktlinjer. På basis av denna studies empiriska resultat kan man dela upp samplet i A) de som inte ändrat sin policy, B) de som gjort en totalomsvängning och C) de som gjort justeringar.

Inom grupp A vittnar informanterna om att de inte gjort några formella ändringar. Orsakerna är varierande; två hänvisar till att de inte haft några som helst exkluderingslistor (utan förhåller sig till internationella normavtal) och därför inte behövt göra revideringar. Tre organisationer vittnar om att de valt att hålla fast vid sin existerande uteslutningspolitik som exkluderat alla bolag med kopplingar till kontroversiella vapen och kärnvapen, men lyfter samtidigt fram vikten av att vara medveten om sin policy och kunna motivera sina linjedragningar i ett nytt säkerhetspolitiskt landskap, samtidigt som man följer utvecklingen och måste vara proaktiv.

”När kommer diskussionen om personminor till oss? Man behöver vara genomtänkta där då det rör sig mycket nu.” (Informant 12, hänvisning till länders utträde ur Ottawakonventionen.)

Investerarerna inom grupp B har under de senaste tre åren, med tyngdvikt på det senaste året, fattat beslutet att revidera sina investeringsriktlinjer och totalt ändra exkluderingsreglerna kring försvarsrelaterade investeringar. Informant 9 anger att de före Rysslands invasion hade en hård exkluderingspolicy vad gäller försvarsindustrin där allt krigsmaterial var exkluderat. I dagens läge är den konventionella försvarsindustrin investeringsbar medan kontroversiella vapen och kärnvapen fortsättningsvis är exkluderade. Samma händelseförlopp återges av Informant 10:

”Inom loppet av 1,5 år har vi gjort en helomvändning – fullständig 180 graders sväng – och lagt oss i sällskap med flera andra stora institutionella investerare som har svängt i frågan. Började dock med produkter med dubbla användningsområden och efter dialog med industrin och experter så utvidgades det ett år senare och nu lämnas bara tillverkare av kontroversiella vapen utanför.” (Informant 10)

Till den tredje identifierade gruppen C placerar sig de resterande aktörerna vars riktlinjer godkänd den konventionella vapenindustrin redan innan kriget men som nu gjort uppluckringar i linjedragningarna. En tydlig trend är tidigare strikta exkluderingar kopplade till kontroversiella vapen och kärnvapen, särskilt ”any tie” -principen, som nu omvärderats. Med ”any tie” menas bolag som har koppling till exempelvis kärnvapenindustrin via komponenter eller andra stödfunktioner, en gråzon som också flyktigt nämns av Silvola och Landau (2021). I och med revideringarna tillåter flera institutioner nu investeringar i bolag med koppling till kontroversiella vapen och/eller endast kärnvapen så länge bolagen är registrerade i Nato-, EES- (Europeiska ekonomiska samarbetsområdet) eller andra länder som Europa har bilaterala relationer med.

Bolag som berörts av dessa ändringar är exempelvis flygbolag och bolag inom vissa teknologisektorer som har koppling till kontroversiella vapen eller kärnvapen. Värt att nämna är att dessa institutioner alla är finska, vilket pekar mot en eventuell skillnad i inställning mellan Sverige och Finland beträffande kontroversiella vapen. Finlands beslut att gå ur Ottawakonventionen<sup>1</sup> (konventionen om infanteriminor) förväntas också ha en inverkan och kan komma att katalysera nya revideringar, enligt Informant 7.

Att revideringar inte görs spontant poängteras av Informant 8 som berättar att stora mängder analys och scenariomodellering genomfördes innan ändringen, i kombination med diskussioner med intressenter. Informant 8 tillägger att ändringarna idealt ska hålla i årtionden, något som också påpekas av Informant 15.

Kriget har därmed accelererat en mognadsprocess där etik och ESG-mål samt realpolitik och förändring måste balanseras noggrant.

### ***5.2.3 Drivkrafter och argument bakom förändrad syn och eventuell revidering av investeringsriktlinjer***

Helt i enlighet med Guyatt (2005), Coleman (2015), Hellman (2000), Guiso et al. (2009), Dyck et al. (2019), Bengtsson (2008) och Henningsson (2009) som alla i sina studier påvisar kulturens och historiens, samhällsdebattens och marknadsdynamikens, intressenternas och mediernas samt andra sociala faktorer roll och påverkan då institutionella investerare fattar beslut, visar

---

<sup>1</sup> Den 19 juni 2025 godkände riksdagen regeringens proposition om uppsägning av Ottawakonventionen som förbjuder infanteriminor. Uppsägningen lämnades in den 10 juli 2025 och träder i kraft i januari 2026. Ottawafördraget har inte beaktats djupare i denna avhandling då majoriteten av datainsamlingen skett före detta beslut fattats. Källa: <https://valtioneuvosto.fi/sv/finland-och-ottawakonventionen>

denna studie på liknande resultat. Nedan beskrivs de främsta motiven som drivit på diskussionen kring investering i försvarsindustrin.

### **Geopolitisk kontext som huvuddrivkraft**

I kartläggningen av vilka drivkrafterna som legat bakom den förändrade inställningen och argumenten för revideringar av investeringsriktlinjer visar det sig att – i linje med avhandlingens hypotes – Rysslands invasion är den tydligaste drivkraften bakom förändringen. Detta är också helt i enlighet med Bengtsson (2008) som visar att händelser och samhällelig förändring formar SRI-praxis. Den långvariga konflikten har dessutom successivt förändrat inställningen bland de organisationer som varit tveksamma tidigare.

”Ifall Ryssland inte hade invaderat skulle vi knappast föra den här diskussionen nu. Det är enligt mig helt klart.” (Informant 3)

”Rysslands attack har ändrat diskussionen markant och varit huvudkatalysatorn.” (Informant 11)

”Ryssland är händelsen för oss också, men i praktiken det att kriget hållit på så länge. Jag skulle säga att det tog liksom två år innan polletten helt trillade ner.” (Informant 10)

Drivkrafterna och argumenten bland informanterna kretsar dock inte entydigt kring kriget i Ukraina, utan samtliga nämner USA:s nya administration som tillträdde i början av 2025 som en helt eller delvis avgörande faktor. USA:s förändrade hållning och europeisk osäkerhet kring framtida amerikanskt stöd har alltså accelererat diskussionen:

”Europa måste rusta upp, drivet av delvis vindarna som blåser på andra sidan Atlanten som accelererat det här och den bredare översynen och medvetenheten kring säkerhetspolitiken.” (Informant 12)

”Det europeiska ägandet har lyfts upp ordentligt i takt med att den geopolitiska situationen förändrats med Trump. (...) Ett uppvaknande för hela Europa som helhet.” (Informant 6)

Somliga hävdar till och med att president Donald Trumps retorik haft en större inverkan på diskussionen än kriget i Ukraina och rentav ligger som huvudgrund till den förändrade inställningen:

”Kanske just den här Trump-diskussionen är den som nu har väckt [detta] till liv. Och nu ändrar vi plötsligt alla våra förbudslistor och funderar på just ansvarsbedömning. Nu har det skett en stor förändring. Det kanske bryggde där under hela tiden efter det där Ryssland, men nu under det senaste halvåret är det nog en helt annan diskussion än för ett år sedan.” (Informant 7)

”Amerikas oförutsägbarhet med den nya administrationen och utsagor om Nato och hur tillförlitlig partner de är är nästan en större ”driver” vilket lett till att Europa har börjat rusta upp och måste ha försvar oberoende av Nato.” (Informant 4)

Informant 6 nämner norra Europa som vägbanande och att Tyskland också ”vaknat”.

”Detta är ett stort europeiskt fenomen som har hänt. Och det var nog kanske Trump som fick den här saken igångsparkad, att Europa äntligen vaknade upp.” (Informant 6)

Informant 6 får medhåll av Informant 7 och menar att samma iakttagelser gjorts bland hållbarhetsyrkeskåren; att Trump-diskussionen drivit mer än Rysslands invasion. Informant 13 nämner också Tysklands beslut om att satsa på försvar som en betydande aspekt i diskussionerna med kunder, nästan i klass med själva kriget.

Det pågående kriget i Ukraina och den nya amerikanska inställningen verkar alltså vara de två ledande orsakerna bakom den nya situationen. En förlängning till den diskussionen är dessutom oundvikligen Europas motståndskraft, självförsörjning och försvarskapacitet samt allmänna konkurrenskraft. Händelserna har uppfattats som vändpunkter som blottat Europas försvarsvagheter och skapat ett akut behov för upprustning. Europas ökade satsningar på försvar, exempelvis Tysklands massivt utökade försvarsbudget nämns av både Informant 3, 6, och 13. Stärkande av konkurrenskraften framkommer som en styrande drivkraft speciellt bland de svenska informanterna, där två av tre t.ex. nämner Mario Draghis senaste rapport som en drivkraft också när det kommer till diskussionen om förstärkt försvar och ökad innovationskraft inom försvarsmakten och försvarsindustrin (Informant 1 och 9).

Även övrig EU-inflytelse nämns, däribland EU:s försvarsstrategi från våren 2024 och uppmaning till eventuell omformulering av hållbarhetsprinciper gällande försvarsindustrin från sommaren 2025 <sup>2</sup> (Informant 15). EU:s inverkan blir dessutom mer självklar när den kommer som en ”styrning uppifrån”. Även Informant 11 menar att EU-reglering tvingar dem att fundera på nytt på vad ansvarsfullt investering betyder.

## **Finlands och Sveriges inträde i Nato**

---

<sup>2</sup> EU-kommissionen har den 17 juni 2025 antagit ”Defence Readiness Omnibus”, dvs. efter att majoriteten av datainsamlingen gjorts och beaktas därför inte närmare i denna avhandling.

Källa: [https://defence-industry-space.ec.europa.eu/document/download/b2bcc9a0-5259-4543-9e1c-3af1dde8fbec\\_en?filename=Defence-Simplification-Omnibus.pdf](https://defence-industry-space.ec.europa.eu/document/download/b2bcc9a0-5259-4543-9e1c-3af1dde8fbec_en?filename=Defence-Simplification-Omnibus.pdf)

Som en följd av Rysslands invasion blev Finland och Sverige snabbt medlemmar i Nato, vilket också påverkat genom de krav och konsekvenser som kommer med medlemskapet; ökade budgetar och satsningar på försvar, krav på kompatibilitet och förväntningar på ansvarstagande (Informant 1, 8, 9 och 12). Hela inställningen till försvar, olika vapentyper och Natotrupper har påverkats av Natomedlemskapet, menar Informant 9.

”Det är ett helt paket som man skriver under som innebär att man måste förändra sin inställning och det känns som att det finns ett väldigt stort stöd i alla fall i Sverige för den här Natoanslutningen. Det gick från en liten nischfråga till något som var *väldigt* accepterat.” (Informant 9)

”Natomedlemskapet har varit en helt central del av diskussionen.” (Informant 6)

Att Natomedlemskapet dessutom påverkat och stött vid utformningen av nya riktlinjer kommer fram i diskussionerna med de organisationer som nu reviderat sina riktlinjer. Medlemskapet har t.ex. bidragit med en naturlig geografisk gränsdragning gällande t.ex. godkännande av tillverkare.

### **Intern och externt tryck: styrelse, kunder och media**

Bland samplets organisationer är svaren varierande gällande frågan *vem* som drivit diskussionerna. Informanterna som inte behövt göra revideringar menar trots allt att t.ex. deras styrelser velat förstå bättre och bett om mer strukturerade ansatser gällande försvarsindustrin. För de som reviderat har processen inbegripit internt proaktivt arbete för att göra folk komfortabla och artikulera exakt varför detta sker. I beredandet av beslutsmaterial har också analys av ”peers” och dialog med industrin förts.

”Det tog länge innan det blev aktuellt, till vintern 2023–2024. Före det bara fragmentariska diskussioner utan någon styrning. På våren 2024 kom det en vilja internt att jobba med frågorna, som också blev bekräftat av våra ägare att det är en viktig fråga att jobba med. Och sen har det gått fort, inom loppet av 1,5 år har vi gjort en helomvändning.” (Informant 10)

Att organisationerna blir tillfrågade av sina kunder om hur de resonerar kommer upp i diskussionerna med speciellt kapitalförvaltarna. Det att institutionella kapitalägare ändrar sina investeringsriktlinjer påverkar dem dessutom rejält och det gäller som förvaltare att hålla örat vid rälsen hela tiden och hitta en balans (Informant 4, 9, och 15).

”Redan ett år innan invasionen såg vi att det händer saker med det geopolitiska läget och märkte att kundernas inställning ändrade, och som kapitalförvaltare försöker man ju anpassa sig till sina kunders preferenser i ganska stor utsträckning.” (Informant 9)

Medias roll nämns också av flera. Informant 4 menar att deras interna diskussioner gällande just riktlinjer och policy tog fart efter att media uppmärksammat branschbolagens ansatser. Även Informant 10 poängterar mediauppmärksamheten; att kritik i media, och påtryckning från både synliga profiler och från politiskt håll har stärkt argumenten för förändringarna. Informant 1 tar också upp exemplet med att media kritiserat att man inte kan investera i Saab.

### **Affärsstrategiska överväganden samt samhällelig ekonomisk och teknologisk nytta**

Flera av de intervjuade konstaterar att deras affärsmodeller inte hotas av den förändrade inställningen till försvarsindustrin – snarare tvärtom. Efterfrågan har ökat och fonder öppnats upp för investeringar i industrin (Informant 9 och 13).

Informant 9 påstår att utvecklingen på aktiemarknaden, de ökade investeringarna i försvarsindustrin, samt det nya fokuset på att allokera pengarna i Europa (en efterfrågan som enligt Informant 9 inte funnits förr) är drivkrafter. Samhällsdebatten och synen på försvarsindustrin har gått från att vara stämplad till nuläget där nya resurser behövs allokeras till analysarbete av sektorn.

”Vi vill vara en del av det här. (...) Vi har behövt bygga upp en hel del kompetens för att kunna förstå sektorn och de utmaningar som finns och de nyanser man behöver ta hänsyn till när man ska investera i den här sektorn.” (Informant 9)

Informant 10 nämner att en drivkraft också varit insikten om att det finns en kundgrupp som de inte stött, trots att den gång på gång lyft fram att den inte kan öka produktionen så snabbt som det skulle behövas. Bakgrundsarbetet till revideringen resulterade i att man kom fram till att det inte finns några nackdelar med det hela; att affärsmodellen varken kommer att skadas på finansieringssidan eller ideologiskt, dvs. varken investeringsverksamheten eller investerarbasen rubbas, vilket också står som huvudargumenten för policyförändringen. I och med marknadsläget kom man också fram till att det finns ett behov och därmed affärsmässiga fördelar.

Både Informant 4 och Informant 11 betonar också att fördelarna med innovativ teknologi som går hand i hand med försvarsindustrin som en drivkraft. Informant 11 framhäver ytterligare att faktumet att försvarsindustrin kan bli en betydande ekonomisk motor i Finland och Europa i framtiden med många betydande investeringsobjekt (t.ex. produkter med dubbla användningsområden) stod som ett av de tre huvudargument som deras revidering av investeringsriktlinjen byggde på.

”Ifall dessa företag stiger i Finland och de råkar ha en koppling till kontroversiella vapen t.ex. via att de skapar mjukvara så vill vi inte vara i situationen att vi inte kan finansiera finska små- och medelstora företag för att de eventuellt främjar säkerhet t.ex. genom att sälja mjukvara till ett Natoland som kunde användas i uppskjutningssystem, det känns inte rationellt.” (Informant 11)

### **Förändring hos dataleverantörer**

Förutom att det produceras mer analys på försvarsindustrin nu än tidigare så menar både Informant 5 och Informant 11 att en väsentlig drivkraft bakom deras beslut om revidering är förändringar i den data som de får från dataleverantörer. Informant 5 vittnar om att data de får av MSCI började ändra under våren 2025. Det handlade specifikt om data kring så kallade ”any tie” bolag, dvs. bolag med någon slags koppling till i det här fallet kärnvapen som markerats som icke-investeringsbara, och att Informant 5 märkt att de inte håller med om MSCI:s bedömning. Exempelvis Wärtsilä nämns som ett bolag som berörts.

Informant 11 resonerar på likdanande vis och menar att bland deras huvudargument bakom revideringen finns faktumet att de förutspår en framtid där försvarsindustrin växer och flera vanliga bolag i större gard blir en del av produktionskedjan, och att det inte är en helt lösryckt tanke att Nokia skulle kunna rödflaggas som tillverkare av kontroversiella vapen p.g.a. att de producerar tjänster som hänför sig till exempelvis databehandling för satelliter. Den teknologiska utvecklingen inom industrin kan alltså leda till en situation där allt fler bolag i investeringsuniversumet är med i dylika produktionskedjor och hamnar i den av Silvola och Landau (2021) nämnda ”gråzonen”, vilket minskar det totala universumet och kan leda till orimliga exkluderingsätt, enligt Informant 11.

## **5.3 Forskningsfråga 2: Vilka möjligheter och utmaningar ser institutionella investerare med investering i försvarsindustrin?**

### **5.3.1 Möjligheter**

Vid sidan om finansiella avkastningsmöjligheter i en het marknad tyder denna avhandlings empiriska del på att det ur ett institutionellt perspektiv även finns ett flertal andra möjligheter kopplade till investering i försvarsindustrin. Att krissituationer och satsningar i försvar historiskt lett till teknikutveckling framkommer i litteraturen och alla informanter nämner innovation då frågan om möjligheter med investering i sektorn ställs. Nedan presenteras huvudgrunderna till varför institutionella investerare i dagens läge ser positivt på sektorn som investeringsområde och vilka positiva utfall investering i sektorn kan föra med sig.

### **Avkastningsmöjligheter och utvecklande av finansieringssystem**

Med hänvisning till institutionella investerares förvaltningsplikt nämns försvarssektorns stora och attraktiva avkastningsmöjligheter av så gott som alla informanter, även om de till en viss mån redan återspeglas i värderingarna. De strukturella försvarssatsningarna förutspås leda till att lite mindre företag får möjligheten att växa och marknadens mognad väntas också leda till fler investeringsbara bolag via börsintroduktioner med koppling till ren försvarsindustri men även på en bredare front inom resiliens och säkerhet (Informant 3 och 9). Marknadens mognad förväntas också leda till mer etablerade PE-bolag inom sektorn (Informant 3). Den potentiella nationalekonomiska effekten syns också när man tittar på försvarsbolagens beställningslistor, menar Informant 6, som dock också påpekar flaskhalsen kring brist på arbetskraft.

Det förändrade geopolitiska läget kan med största sannolikhet också komma att gynna Europas ekonomi generellt i och med att man just nu i mindre grad vill investera i amerikanska eller asiatiska bolag (Informant 6 och 13). Informant 11 ser dessutom stora direkta effekter av pensionsbolagens ändrade investeringsriktlinjer på den onoterade marknaden där de nu kan komma med i co-investeringsrundor vilket inte varit möjligt tidigare.

### **Ny teknologisk innovation**

Att det inte bara är den traditionella försvarsindustrin som gynnas av de strategiskt viktiga statliga satsningarna diskuteras i stort sett under samtliga intervjuer, om än med nyansskillnader i infallsvinkel. Teknologibranschen – både mjukvara, hårdvara och annan djupteknologi – lyfts fram som sektorn med största potential (Informant 4 och 8) och flera informanter pekar ut innovation och teknologitveckling som en bieffekt av satsningar inom försvarsindustrin (Informant 1, 4 och 10). Insikterna är alltså helt i enlighet med Gross och Sampat (2023) och Dye (2025). Förutom uppkomsten av nya företag och effekten på ekonomin understryks även den civila samhällsnyttan genom bl.a. infrastruktur och produkter med dubbla användningsområden:

”Inte bara krigsmaterial som kommer gynnas av den här trenden och de enorma investeringar som planeras göras, utan många angränsande sektorer som cybersäkerhet, infrastruktur och andra resiliensinvesteringar.”  
(Informant 9)

”Då bolag gör ”dual-use” så utvecklar det också vardagliga grejer, och den teknologitvecklingen kan också stöda gröna omställningen och andra affärsmöjligheter vilket lyfter hela EU.” (Informant 15)

Till samhällsnyttan som försvarssatsningar leder till räknar Informant 10 även innovation och utveckling inom rymdteknologi, kvantdatorer och drönare, och understryker möjligheterna på sikt inom dessa segment, men glömmer samtidigt inte orsaken till dessa satsningar:

”[Satsningarna görs] mot en tragisk kontext, men den teknologiska utvecklingen blir bestående.” (Informant 10)

”Visst är det önsketänkande att vi skulle kunna utveckla teknik utan vapenindustrin, men i praktiken har det historiskt sett gått till så att det som ”spin-offs” uppstår goda tekniklösningar.” (Informant 4)

Där Informant 6 vittnar om att man i Finland börjat bygga broar mellan bolag som sitter på innovation och försvarsmakten samt kapitalet, menar Informant 1 att Sverige inte kommit lika långt:

”Med hänseende till kriget i Ukraina och hur snabb innovationskraften är där måste det finnas ett tajtare samarbete mellan försvarsindustrin och det militära komplexet, myndigheterna och innovativa startupbolag. Den diskussionen har kommit igång om än inte kommit så långt.” (Informant 1)

I och med att staten öser pengar i sektorn borde en del allokeras till innovativa bolag och till produkter med dubbla användningsområden, menar Informant 1, ”för man kan inte beställa fram det här”.

### **Internationaliseringsmöjligheter och nordiskt samarbete via Natomedlemskap**

Att Natomedlemskapet fungerat som en central drivkraft i diskussions- och inställningsutvecklingen i Finland och Sverige framkommer tydligt redan tidigare i resultatkapitlet. Förutom att det drivit på samhällsklimatet och acceptansen gentemot försvarsindustrin mer generellt verkar det som att också själva försvarssektorn redan sett ett uppsving tack vare alliansentrén.

Informant 15 berättar att nya bolag har vuxit via Natosamarbetet och fått internationell exponering samt hittat kontakter som ett resultat av medlemskapet. Informant 6 berättar att Finland via Natomedlemskapet fått synlighet och att armén och sättet att organisera försvaret har fått positiva bedömningar. Detta har lett till större möjligheter för finska startup- och tillväxtbolag då de fått sina produkter och lösningar introducerade i Natosammanhang och till och med fått testa dem i konkreta övningar, vilket Informant 6 menar att är exceptionellt. Informant 6 beskriver effekterna ytterligare så här:

”Nato [-medlemskapet] håller på att öppna upp ett så kallat snabbspår för många finska [bolag], och jag skulle vilja påstå att vi inte riktigt har sett mer än bara en glimt av vad det kan bli, och nu är det oerhört viktigt att vi lyckas sköta våra saker på rätt sätt.” (Informant 6)

”Och Nato [-medlemskapet] har också bidragit till att skapa den trygghet som gör att Finland, trots att vi har 1 300 kilometer gräns [med Ryssland], fortfarande anses vara en intressant plats för investering. Och jag

skulle vilja påstå att utan ett Natomedlemskap skulle Finland befinna sig i en ganska svag situation och vår riskmultipel vara någon helt annan, och detsamma gäller förmodligen för Sverige." (Informant 6)

Förutom internationella kontakter och en ökad trovärdighet för Finlands del har Finlands och Sveriges Natomedlemskap, kanske mindre överraskande men ändå nämnvärt, fört med sig positiva effekter för det nordiska försvarssamarbetet, vilket säkerligen sprids vidare till industrin och underlättar samarbetet också ur ett affärsperspektiv (Informant 6). Även Informant 1 kommer med en uppmaning om att satsa på nordiskt samarbete inom försvarsinnovation och att stötta varandra i innovationsekosystemet, "vi som har en gemensam grundsyn och värdegrund att stå på".

### **5.3.2 Utmaningar och risker**

Trots att försvarsindustrin är väldigt kontrollerad och det ställs höga krav på vapenindustrin redan från början, med exempelvis sektorriktlinjer för alla mer känsliga sektorer, framkommer det i litteraturen ändå att det finns speciella utmaningar och risker med just försvarssektorn. Detta fastställs också tydligt i denna studies empiriska del. Riskerna kretsar främst kring bolagsstyrning, transparens och sektorns krävande affärsmodell.

#### **Transparens kontra sekretess**

I enlighet med bl.a. PRI Association nämner samtliga informanter ESG-risker, och specifikt G-risker, som en inbyggd hållbarhetsrisk med investering i försvarssektorn, och den största faktorn som skapar huvudbry för investerarna verkar vara slutanvändningen av produkterna. Hur säkerställa att vapen och komponenter inte hamnar i fel händer och fel situationer, utan faktiskt är för att trygga ett lands säkerhet? Den frågan ställer alla sig och här spelar tillgänglig och tillförlitlig ESG-data huvudrollen och utgör utmaningen (helt i likhet men vanligt ESG-investerande).

Vanliga G-risker förstärks i denna sektor vilket gör att man måste vara extra medveten om, och i analysarbete framhäva ännu mer, beaktande av mänskliga rättigheter, medvetenhet om mellanhänder och eventuella agenter, korruptionsrisker, underleverantörer och vart och till vem bolagen säljer sina produkter. Även extra noggrannhet vid granskning av bolagets personal och speciellt nyckelpersoner krävs inom den här sektorn, menar Informant 6. Det finns alltså områden man måste fokusera mera på, men samtidigt är detta inte unikt för försvarsindustrin, summerar Informant 9.

Transparensen inom sektorn är trots allt en stor fråga och med det skapas följande paradox: investerarna som nu öppnar upp för investering i försvarsindustrin kräver noggrannare analys och granskning av bolagen innan investering kan genomföras, samtidigt som verkligheten är att industrin som helhet historiskt sett varit väldigt sluten.

”Vi är väldigt beroende av att de bolag vi investerar i är öppna och transparenta med sin hållbarhetsrapportering. Kan de här bolagen vara det i lika stor utsträckning som andra?” (Informant 9)

Utmaningen sväller ytterligare då den sätts mot bakgrunden av att mycket information inom sektorn är sekretessbelagd och under tjänstelegitimation. Informant 9 uttrycker dilemmat så här:

”[Det uppstår] specifika problem där försvarsbolagen inte heller har en tradition av att vara så transparenta. (...) Det behövs en högre grad av transparens från bolagen i den mån de kan.” (Informant 9)

Att behovet av tillgängliga och tillförlitliga data vuxit blir alltså mer än tydligt i intervjuerna och med det följer egna utmaningar med tredjehands dataleverantörer. Informant 8 understryker att data är en jättestor fråga men att datasystemen de facto är otillräckliga och släpar efter marknadsutvecklingen och sektorn som förändras. Också Informant 5 nämner screeningsystemens begränsningar om man är bunden till deras riktlinjer och mått men själv har olika syn, och vittnar om att exempelvis MSCI:s screening har blivit striktare vilket tvingat dem att reagera.

### **Affärsmodellens särskilda utmaningar**

Blitzinger (2009, s. 108–109) framhäver försvarsindustrins särdrag vad gäller bl.a. kopplingen till staten och inköpsprocesser. Dessa utmaningar kommer också tydligt fram bland responderas svar.

Informant 3 och Informant 6 poängterar staten som kund, långa upphandlingsprocesser, osäkerhet och politisk påverkan som centrala utmanande faktorer, vilket också Informant 12 är inne på när långa (statliga) kontrakt och statliga bolag räknas upp som ytterligare aspekter som påverkar företagets investeringar och intäktsflöden.

Även Informant 10 tar upp detta men formulerar det som en utmaning att få ”kapitalet att gå ihop”. Statlig styrning, tillsammans med privat kapital och företagets samt försvarsmaktens inköpsorganisationer måste dra åt samma håll för att möjliggöra stora förhandsinvesteringar. Dessutom behövs det eget risktagande från företagets sida för att kunna leverera den kvantitet av krigsmaterial som behövs för att rusta upp. För att företagen ska kunna fatta stora investeringsbeslut, vilket tvingar dem att ta risk på kapitalstrukturen, är det avgörande med tydlig

statlig styrning i symbios med landets finansministerium, enligt Informant 10. I praktiken betyder detta möjligheten till långa kontrakt och generösa betalningsvillkor för att bidra till rörelsekapitalet och investeringskapitalet för industrin (Informant 10).

Marknadens gränser vad gäller den traditionella försvarsindustrin och tillväxt tas också upp av Informant 3 och Informant 10 som menar att det här inte är en ny marknad och möjligheterna till exponentiell tillväxt i decennier således inte finns då man inte skapar en ny marknad, dvs. en fundamental skillnad gentemot bolag som exempelvis Nvidia och Amazon. Informant 10 kopplar ihop detta med vad försvarsindustrins syfte i grund och botten är:

”Det finns en gräns på hur mycket [industrin] kan växa och det är en väldigt protektionistisk industri också. Så det finns inte de här skalfördelarna att ta över hela världen utan det handlar om att ha liksom en egen försvarsindustriell bas där i regionen och i sina länder.” (Informant 10)

Dessa utmaningar finns i sin egen form även i industrins nyare segment med t.ex. säljförbud och extrisker inom PE och VC. Informant 6 framhäver att det uppstår dilemman om en ny teknologi utvecklas till att bli så central för landets försvarsförmåga att bolaget inte får säljas till andra länder, ett dilemma som även Blitzinger (2009, s. 108–109) tar upp. Informant 6 vittnar om att det redan syns i branschen att exempelvis utländska investerare tvingas bedöma riskerna med att ett bolag får en särskild strategisk roll för staten eller försvarsministeriet och hur detta påverkar deras avyttringsmöjligheter. Det här medför stor risk och investerarna har således börjat kräva nya klausuler i aktieägaravtalen, menar Informant 6.

### **Investeringscasets komplexitet**

Sektorns affärsmodell fungerar som brygga till svårigheterna med att utforma investeringscasen inom investeringar på den onoterade marknaden, vilket helt tydligt är en stor fråga på bordet för flera av de informanter som har fokus på PE och VC. Informant 2 säger att sektorn för det första är svår att analysera och att avkastningsrisken är stor då det är svårt och veta vad efterfrågan är om 10+ år, vilket är investeringshorisonten inom PE. Informant 3 påpekar också faktumet att marknaden är omogen och att det för dem tills vidare ännu är svårt att komma åt att investera då det ännu inte finns en så kallad ”buy-out” -marknad inom industrin. Detta är ingen långsökt iakttagelse då man tittar på hur det finska markandskapet ser ut vad gäller bolag som tangerar försvarsindustrin. Informant 6 lyfter nämligen upp problemet med att det finns vilja och pengar att investera i startups men att sanningen är att det inte finns så många relevanta bolag. Majoriteten av de identifierade finska företagen som tangerar försvarsindustrin är mikrobolag

och kvaliteten och maturiteten är låg trots att man identifierat över hundra bolag. Finland måste fokusera på nisch och försöka få ens 1–2 firmor att lyckas växa, menar Informant 6.

Den andra utmaningen med att utforma investeringscasen är den redan nämnda exit-risken som är överhängande även för inhemska investerare, vilket påpekas både av Informant 2 och Informant 6. Finns det en exit-kanal? Till vem ska dessa bolag säljas för att den eventuella värdeökningen för investerarna ska realiseras? Till värdeökningen här även dynamiken med högre avkastningsrisk då värderingarna skjutit i höjden, och Informant 2 frågar sig vad som är hållbara värderingsnivåer i en marknad som är så het som den är just nu.

Överhettningen syns på flera sätt, både på de exceptionella tillväxtprognoser som bolagen själva presenterar (Informant 2) och på det antal olika försvarsrelaterade PE- och VC-fonder som dykt upp som svampar efter regn på kort tid. Informant 8 påminner om att en ny fond behöver ha en "track record" innan de kan investera i den, vilket betyder att det kommer att ta år innan de blir relevanta på riktigt. Börsen undgår inte heller värderingsutmaningar och Informant 11 understryker att när värderingarna stiger för hela sektorn måste investerarna bli bättre på att analysera fram de som *på riktigt* är bolag med goda förutsättningar.

Övriga risker som nämns av flera informanter (Informant 1, 3, 5, och 10) är beaktandet och hanteringen av eventuell ryktesrisk och negativ publicitet ifall något går fel med en investering inom denna sektor, utsläppsrisker (Informant 10) och att enskilda individer inte per automatik känner sig bekväma med hela diskussionen, än mindre jobba med detta. Detta gäller både startups (eventuellt motstånd bland anställda mot att produkten används i militära sammanhang) och investerare (vikten av att det finns människor som på individnivå är villiga att analysera industrin).

#### **5.4 Forskningsfråga 3: Var hamnar försvarsinvesteringar i förhållande till ansvarsfullt och hållbart investerande?**

##### **5.4.1 Mer nyanserade processer och kommunikation: mot en mer mogen ansats**

I intervjuerna framkommer det tydligt att hållbarhetsstrategin som historiskt sett används för försvarsindustrin, alltså exkludering, inte mera är lika enkel som den varit, eller rentav inte längre ändamålsenlig i den tid vi lever i nu samt framöver. En mer nyanserad ansats verkar behövas inom kommunikation (både internt och externt), i analys och företagsbesiktning (*eng. due diligence*), och vid beslutsfattning och policy.

I enlighet med Renneboog et al. (2008) och Scholtens och Sievänen (2013), menar Informant (8) att ansvarsfullt investering utvecklas från etik och exkludering som länge funnits med men som nu ses som ”reliker från begynnelsen” och väldigt svartvita. Den kategoriska uteslutningens tid verkar vara förbi då samhällsopinionen ändrat och industrin utvecklas och blir alltmer heterogen, vilket skapar behov för differentiering också inom sektorn.

”Vad jag tror att har hänt de senaste åren i högre grad, är att det har liksom uppstått ett behov av att nyansera vad man menar med vapenindustrin. Det har varit liksom mer ett kategoriskt begrepp som har omfattat väldigt mycket, men nu finns det ett behov av att vara tydligare med att vad är det egentligen som man utesluter när man pratar om vapenindustrin? För du kan ju tillverka olika typer av utrustning som används i ett krigssammanhang där vissa saker används direkt till att döda andra människor och så finns det sådant som då kanske uppfyller mer ett försvarssyfte eller uppfyller ett transport syfte, eller annat av det slaget.” (Informant 14)

”Fortsatt nyansering av vad som är mer okej då ur ett hållbarhetsperspektiv och vad som fortfarande ska vara föremål för en mer kategorisk uteslutning inom ramen för nuvarande lagstiftning i Europa.” (Informant 14)

Informant 5 vittnar om att de i sin organisation redan tagit steg i denna riktning och tänker längre än bara ”high-level” kategorisering och totala förbud. Den nya linsen har betytt mera nyanser i exempelvis diskussioner om minor. En mer rationell och nyanserad ansats stöder också diskussionen om ”any tie” -bolag, menar Informant 5, då det kan vara utmanande att bedöma vad som är förpliktigande information. Ett specifikt finskt bolag som nämns i flera intervjuer inom ramen för just ”any tie” är Wärtsilä som av flera dataunderleverantörer exkluderas i och med bolagets servicekontrakt med den amerikanska flottan och närmare bestämt kärnvapenubåtar. Informant 11 pekar ut fallet Wärtsilä som en ”kognitiv dissonans” då investerare exkluderar Wärtsilä p.g.a. ovannämnda koppling, men samtidigt exkluderar ingen amerikanska statsobligationer trots att man via dem finansierar USA:s armé som sedan skapar och opererar dessa vapen. Konflikten mellan princip och praktik avslöjar ESG:s gränser och tvingar branschen till ärlighet kring vad ESG egentligen kan leverera i en geopolitisk verklighet.

”Ingen vill gå in i den diskussionen för då skulle 50% av statsobligationsmarknaden falla bort. Konflikten är uppenbar, att man ändå inte helt kan stå bakom alla principer.” (Informant 11)

Med hänvisning till Wärtsilä menar Informant 6 att denna slags strikta kategorisering kring ”any tie” kan komma att bli alltmer utmanande i framtiden och uttrycker sin skepsis så här:

”Någon fondförvaltare hade exkluderat Wärtsilä och är det då sen riktigt hållbar politik? Speciellt då ”dual-use” kommer med stor framfart. Flera bolag inser inte ens att de är dual-use bolag och definieringsfrågan blir svår då t.ex. traditionella nordiska metallföretag har en del av sin omsättning som går till

försvarsindustrin och det är nu den industrin som växer. Och flera andra bolag hamnar under det här växande paraplybegreppet, dels planerat då sektorn är attraktiv, men dels också oplanerat.” (Informant 6)

Informant 7 påminner om att man som hållbarhetsansvarig trots allt måste vara mer kritisk och utveckla bättre metoder för att granska just detta.

Flera informanter verkar nöjda men denna utveckling och beskriver det som att ansvarsfulla investeringsverksamheten håller på att rationaliseras.

”Ansvarsfullt investering håller på att rationaliseras. (...) Inget mera ”krama träd” utan ta fakta som fakta. (...) Detta är ett seriöst ämne som man måste fundera noggrant på.” (Informant 15)

Även Informant 11 resonerar på liknande sätt: exkludering är inte rätt sätt att göra ansvarsfullt investering på i framtiden. Informant 11 ser det som en positiv sak att man nu tar ”luften ur” diskussionen och minskar på ytlig ”dygdsignalering”, vilket går hand i hand med den allmänna trenden om att man vill undvika greenwashing och i stället efterfrågar substans. Verksamheten måste spegla den riktiga världen och Informant 11 jämför med diskussionen kring klimatförändringen och förflyttningen från bekämpning av klimatförändringen till anpassning till den.

”Att man inte bara snackar utan faktiskt *gör*, och när man gör pratar om vad man gör *på riktigt*. (...) Krig, USA, EU-reglering, osäkerhet och en mer polariserad global värld tvingar oss fundera på nytt vad ansvarsfullt investering betyder och vad man vill få till stånd med principerna och riktlinjerna. Man måste hållas ärlig och sanningsenlig med effekterna.” (Informant 11)

En mer nyanserad diskurs och ansats fungerar också som förebyggande åtgärder till urvattnandet av hållbarhet som begrepp.

Behovet av nyansering av ansats, vilket i somliga fall lett till policyförändring, är också kopplad till tillgången och kvaliteten på relevant data:

”Man måst kunna förklara hur och på vilken data man baserar sina beslut och linjedragningar på.” (Informant 4)

Informant 3 påpekar också det ökade trycket på kommunikation. De måste uttrycka sig mer specifikt kring varför de tror att Europa måste ha ett trovärdigt försvar och att det institutionella kapitalet har en roll så att dessa bolag kan operera och växa. Informant 10 vittnar om liknande behov, trots att något rent motstånd inte funnits:

”Vi har verkligen behövt förtydliga det ner på detaljnivå att det inte kommer att skada affärsmodellen, att det verkligen finns behov för oss. Men det har inte funnits något ifrågasättande av vikten av att stödja försvarsindustrin.” (Informant 10)

Det behövs också en pragmatisk inställning till eventuella gränsdragningar kring omsättningsandelar i bolag med försvarssegment. Detta framkommer speciellt i intervjuerna med banker. Informant 4 och Informant 14 påpekar båda problematiken med om försvarssegmentet i bolag med också andra affärssegment står för den största tillväxten så spricker bankernas omsättningsgränser och de kan vara tvungna att sälja.

”Var ska man sätta omsättningsgränsen för något som är exkluderat nu när det sker massiva investeringar i den sektorn? (Informant 13)

Att komma åt exakta data på bolagens fördelning av omsättning kan också skapa rent praktiska problem för kapitalförvaltarna, vilket i Informant 11:s fall ledde till att risktlinjerna reviderades igen:

”2022 ändrades principerna så kontroversiella vapen var okej om den omsättningen var under 5%, men vi insåg att det i praktiken var svårt att följa med. Att få data på dessa procentar hade sina egna utmaningar. Men det var liksom ett steg på vägen och en filosofisk principändring.” (Informant 11)

Problemen med data är också något som nämns i tidigare forskning som ett av de primära hindren med hållbart och ansvarsfullt investering (Eccles et al. 2017; Amel-Zadeh & Serafeim 2018).

### **Utveckling av due diligence**

Förutom reviderade riktlinjer vittnar somliga informanter om utvecklade processer. Innan investeringsbeslut fattas genomgår investeringsobjekten så kallade due diligence -processer (DD), både rent affärsmässiga men även ESG-relaterad DD. På frågan om investeringar i försvarsindustrin kräver särskild DD är svaren till en viss mån blandade. Somliga informanter berättar att alla potentiella objekt går igenom precis samma DD-process medan andra framhäver att de utvecklat specifika och mer rigida granskningsprocesser för investeringar som tangerar försvarsindustrin.

Informant 7 berättar exempelvis att de utvecklat ett nytt eget noggrannare ramverk för investeringar i försvarsindustrin där ett ytterligare frågebatteri med specifika mer känsliga frågor om verksamheten ingår för att utveckla riskbedömningen. Informant 10 vittnar om processförändringar i deras interna syftesanalyser. Även Informant 11 menar att det tvingats ändra på sin noggrannhetsprocess och skapa ytterligare DD för bolag inom försvarsindustrin, och

att dessa nya processer numera även inbegriper företag som har kopplingar till kontroversiella vapen trots att de inte är rena försvarsbolag själva och tillägger att ca 90% av de bolag som bevisligen har eller kunde tänkas ha en koppling till kontroversiella vapen de facto fungerar utanför försvarsindustrin, exempelvis IBM, Dell, Fujitsu och Wärtsilä. Dessa utökade DD-krav påverkar således hela organisationen, från ”side letters” till ETFs, enligt Informant 11.

Informant 8 menar att Rysslands invasion inte ändrat på ESG-tänket i sig, men att de skett en ändring i hur man ser på de sociala frågorna och mänskliga rättigheter (inom försvarsindustrin) och synen på hela sektorn. Även de har skapat noggrannare DD-processer och anlitat nya dataleverantörer med specifik fokus på konfliktområden och mänskliga rättigheter och datakonsulter har konsulterats i tekniska frågor. Informant 9 påpekar även att utöver dialog med målbolagen har flera leverantörer av tredjepartsanalys, inklusive investeringsbanker, nu tagit upp försvarssektorn på sina bord och levererar en annan slags mängd och typ av analys än för tre år sedan, vilket används i DD-arbetet.

Dessa beskrivna utvidgade processer går hand i hand med Renneboog et al. (2008) insikter om mer integrerade och djupgående ESG-metoder.

#### ***5.4.2 Ett pågående paradigmskifte – vad är ansvarsfullt och hållbart investerande idag?***

I ljuset av det rådande geopolitiska läget vilket bevisligen fått institutionella investerare att ändra på sin hållning kring investeringar i försvarsindustrin ställdes samtliga informanter frågan ifall vi nu står inför ett paradigmskifte gällande vad vi anser som ansvarsfullt och hållbart investerande. Att ESG är beroende av sin tid lägger fundamentet för frågan och det visar sig att informanterna kan delas i två grupper; en lite större grupp som definitivt anser att det skett ett paradigmskifte i hur man definierar ansvarsfullhet och hållbarhet i investeringsfrågor och att investering i försvar till och med är grundpelaren i ansvarsfullhet, och en lite mindre grupp som inte vill gå så lång som att kalla investeringar i vapen som något hållbart, trots att behovet av dessa investeringar känns igen av också den här gruppen.

#### **ESG – ett icke-statiskt koncept**

I tidigare forskning och litteratur framkommer det hur konceptet ansvarsfullt och hållbart investerande utvecklats under decenniernas lopp från etiskt investerande baserat på exkludering till mera djuptittande analyser. Att fenomenet inte är statiskt, och speciellt inte under den tiden vi lever i nu, blir väldigt tydligt på basis av studiens intervjuer. Samtliga informanter hävdar att

ESG eller dynamiken kring vad som är ansvarsfullt lever i tiden och att man måste se nyktert på den nya situationen.

”Det där med att titta på saker i den tidsmässiga linsen är ju oerhört viktigt.” (Informant 12)

”ESG-politik är inget statiskt och världen går framåt. (...) Vi ser över våra riktlinjer årligen, och när vår kunskap ökar så påverkar det ESG-politiken också. Det speglar marknaden och kommande trender.” (Informant 15)

”De etiska principerna borde aldrig ändra, men den operativa nuvärlden har ändrat.” (Informant 8)

”Det är inget [ideologiskt] avkall med det här utan det är bara liksom att man hänger med i tiden, att nu behöver våra samhällen skyddas.” (Informant 10)

Informant 11 berättar att konflikten mellan att vi ska satsa på vår säkerhet men samtidigt blundar för de bolag som möjliggör säkerhet varit ett av huvudargumenten bakom riktlinjesrevideringen. Detta passar inte längre in i tiden.

Informant 12 menar att trots att det görs kontinuerlig omvärldsbevakning och riktlinjerna ska vara flexibla nog att anpassas till nya realiteter så är det av stor vikt att man ser till att det finns en robusthet i riktlinjerna så att de kan gälla så länge som möjligt.

Flera informanter med lång erfarenhet av arbete med ESG, hållbarhet och företagsansvars menar att konceptet potentiellt kommit in i en ny mognare fas där man börjat inse behovet av nyansering också inom hållbarhetstänket. En sådan utveckling, menar Informant 14, har man redan sett i diskussionen kring fossila bränslen och att en liknande förskjutning är aktuell för försvarsindustrin:

”Nå alltså, hållbarhet eller ESG eller vad man nu använder för begrepp, det är förstås inget som är statiskt över tid och liksom innefattar samma saker i all tid och rum. Och man skulle kunna säga att vad gäller fossila bränslen så har det ju också skett en slags nyansering av det här. Att det är många stora utsläppare som samtidigt kan ha en viktig roll i en framtida mer koldioxidneutral ekonomi. Så man har liksom gått från en mer kategorisk hållning där till att det har blivit något som är mer nyanserat, och att det eventuellt är det som håller på att ske nu vad gäller vapensektorn överlag. Jag menar att det är väl ingen på det sättet stor hemlighet att ESG som har varit något väldigt trendigt och haippat har kommit in i en mer mogen fas skulle jag säga nu.” (Informant 14)

Att man måste hänga med i tiden verkar alltså informanterna vara eniga om, men Informant 4 vill ändå påpeka hur bakvänt det kan bli:

”[Det är ett] nödvändigt ont med industrin att människor dör. (...) Ett katastrofalt missbruk av resurser att sådana här mängder [pengar] måste läggas på vapenindustrin. (...) Men för tillfället ett nödvändigt ont så säkerheten hålls.” (Informant 4)

### **Försvar som grund för social hållbarhet**

Huruvida ett paradigmskifte redan skulle ha skett är svårt att entydigt fastställa då vi fortfarande lever mitt i tiden av förändring och de stora definierande konklusionerna med större evidens kommer att kunna dras i framtiden, men att ett slags paradigmskifte i alla fall skulle vara i rörelse pekar studiens resultat på.

”Har det skett ett paradigmskifte i vad som räknas som ansvarsfullt?” ~ intervjuaren

”Ja, nog skulle jag kalla detta för ett paradigmskifte. (...) Före 2022 dödade vapen människor. Nu tryggar de plötsligt demokratin.” (Informant 11)

”Ja. 100 %. (...) Förr har det hetat ”under inga omständigheter” och nu under de tre senaste månaderna har det hörts åsikter som ”alla försvarsinvesteringar är ansvarsfulla för de bidrar till den viktigaste delen av ansvarstagande, alltså Finlands fortsatta självständighet och demokrati”. De är ju såklart åsikter men jag hör dem mer och mer, till och med att försvarsinvesteringar är särskilt ansvarsfulla för att man med dem garanterar Finlands säkerhet.” (Informant 7)

”Den stora bilden är att vi ser [försvaret] som en central del av det sociala ansvaret. (...) Ett trovärdigt försvar är grunden för det sociala ansvaret, för då kan vi värna om och trygga våra liv, mänskliga rättigheter och demokrati och skydda oss mot yttre hot.” (Informant 3)

”Definitivt att vi är i ett paradigmskifte. Den breda allmänheten har gått igenom en övergripande förändring, från att inte vara berörd av industrin till att absolut stötta genom fonder och annat.” (Informant 10)

”Ja det skulle jag nog säga. Det finns ju de som säger ”no sustainability without security”, vi måste bygga motståndskraft.” (Informant 9)

”Det finns ett behov att hänga med i den finansiella avkastningen, men mycket diskussion i Sverige om att vi måste se försvarsrelaterade företag som en del av hållbarhetstrenden. Alltså, ”security” är en del av ESG idag för om du inte försvarar våra värden så finns det ingenting kvar att försvara.” (Informant 1)

Informant 11 nämner behovet av att hållas med i utvecklingen också från en riskhanteringsvinkel och menar att investering i bolag med koppling till kontroversiella vapen tidigare varit en ryktesrisk men att det nuförtiden i Finland potentiellt blivit en ryktesrisk ifall dessa bolag är exkluderade ur investeringsuniversumet och man blundar för säkerhetsbehovet. Informant 11 tillägger att den allmänna stämningen naturligtvis påverkar och att sådana här beslut är enklare då det råder stark konsensus kring Ryssland och medlen således kan vara lite grövre. Att Finland

håller på att lämna Ottawakonventionen gör det också lättare att ta in kontroversiella vapen i diskussionen.

I och med att det inte finns globala allmänna definitioner på vad som är ansvarsfullt utan individuell subjektivitet är ett kännetecken för konceptet (Silvola & Landau 2021), kan instanser som EU komma att spela en nyckelroll i diskussionen kring huruvida investeringar i försvar är ansvarsfullt och hållbart eller inte. Både Informant 15 och Informant 9 betonar att utvecklingen på EU-nivå kommer att vara definierande ur ett styrningsperspektiv och att ifall EU på ett kontrollerat sätt eliminerar hinder för finansiering av den här industrin och går så långt som att definiera industrin som hållbar, har paradigmskiftet per definition skett.

”Mycket lobby kring rapportering och hållbarhetsklassificering. Ifall det skulle gå igenom regelmässigt skulle det verkligen innebära ett paradigmskifte.” (Informant 9)

### **Kritik mot att sätta etiketten ”hållbar” på försvarsinvesteringar**

Trots enigheten kring att investeringar i säkerhet och försvarskapacitet är nödvändigt är en handfull av informanterna ändå kritiska till ett eventuellt strukturellt paradigmskifte och menar att även om en normförändring pågår så är frågan inte så svartvit. Europas säkerhet ska kunna diskuteras och tryggas utan att klassa en hel sektor som hållbara för att exempelvis kanalisera investeringarna:

”Vår syn är väl egentligen att finansiering av Sveriges och Europas säkerhet, det måste kunna lösas utan att vi sätter etiketten ”hållbar” på försvarsindustrin. (...) Utan här ska även den vanliga logiken hålla för investeringar.” (Informant 12)

Oreflekterad brådska och risken att ESG-principer kompromissas i all hast och att det snabba trycket att inkludera försvar kan leda till urholkning av tidigare tydliga ansvarskriterier nämns också bland flera av informanterna. Risken för utvattning av begreppet ”hållbar” nämns av Informant 14 som ser det som utmanande att få försvar att uppfylla EU:s hållbarhetskriterier för att klassas som en hållbar investering enligt SFDR:

”Om man tittar på SFDR och hur man definierar olika typer av begrepp där, t.ex. ”positive contribution” och ”do no significant harm” och så vidare, så har jag svårt att se att vapen skulle klassas som något hållbart.” (Informant 14)

Informant 9 understryker samma problematik med reella hållbarhetsrisker:

”Faran i att man går ”all in”, att man glömmer bort de specifika problemen som är förknippade med försvarsindustrin – uppenbarligen mänskliga rättigheter, export till Israel, produktion och transparens. (...) Vad har den här sektorn för transparensmöjligheter?” (Informant 9)

Också Informant 12 resonerar på liknande sätt med tillägget att det finns variation även inom den här sektorn, som för alla sektorer, vilket trycker på behovet av nyanserad granskning:

”Jag tror kanske så här; inom den här industrin kommer det säkert också finnas bolag som man kan klassa som en hållbar investering. Men jag tror att man ska akta sig för att ta hela sektorn och kalla den för det.” (Informant 12)

Informant 7 har också märkt av att kunskapen fortfarande är låg hos många och trots att man ser positivt på dessa investeringar medger man samtidigt att ämnet fortfarande är väldigt nytt för de flesta och att man inte hunnit tänka igenom det hela.

#### **5.5 Forskningsfråga 4: Vilken är de institutionella investerarnas roll i kontexten för avhandlingens problemområde?**

I enlighet med Renneboog et al. (2008) och Guyatt (2005), understryker organisationerna sitt huvuduppdrag som att förvalta kapitalet lönsamt och säkert, särskilt inom pensionssektorn där mandatet är lagstadgat och ska trygga framtida pensioner (Informant 3 och 12). Bankernas förmögenhetsförvaltare framhäver uppdraget att jobba för andelsägarnas bästa, och i slutändan aktieägarnas (Informant 4 och 9). Samtidigt poängteras att stora institutionella investerare i förlängningen kan ses ha ett bredare samhällsansvar – både genom sitt kapital och sitt inflytande.

Förvaltandet av inflytande kräver enligt Informant 12 att de också förväntas förhålla sig till samhällsutvecklingen i stort. Flera aktörer beskriver att ansvaret också sträcker sig till att vara med och stöda bolag och påverka dem positivt. Det engagerade ägandet kan komma att få särskilt stor betydelse inom just försvarsindustrin framöver där institutionerna kan bidra till ansvarstagande och utveckling:

”Jag tror att vår typs av goda institutionella investerare och kapitalförvaltare är viktiga, att vi är aktieägare och investerare i just de här bolagen i den här industrin och kan vara med och styra verksamheten och utvecklingen.” (Informant 15)

Informant 9 lyfter fram möjligheten att vara med och injicera kapital i marknaden via nya börsnoteringar och att finansiella institutioner således har en nyckelroll i stöttandet av finansiering på flera olika sätt. Informant 4 ser också att de har en roll i att utbilda och vägleda sina kunder, samtidigt som man som förvaltare balanserar vad kunderna vill ha.

På den onoterade marknaden betonas vikten av att vara med och bygga förutsättningar för mindre bolag inom försvarsindustrin, och att institutionella investerare kan spela en avgörande roll just på denna marknad där hindren till finansiering är större än för stora noterade bolag (Informant 11). Informant 9 menar också att möjligheten till påverkan i privata bolag är större. Samtidigt understryker Informant 10 även den signaleringseffekt som institutionella investerare har, och att de med sina val i t.ex. just försvarsfrågan kan påverka andra aktörers hållning och uppmuntra flera att ändra på sina linjedragningar, vilket ses som positivt då efterfrågan på kapital i sektorn ökar.

## 5.6 Övriga insikter

### 5.6.1 Skillnader och likheter i synen på försvarsrelaterade investeringar i Norden

På frågan om hur de nordiska länderna – med fokus på Finland och Sverige – skiljer sig sinsemellan i förhållningssätten till försvarsindustrin vittnar informanterna om en i grund och botten liknande syn (Informant 1, 4, 8, 10 och 11) men det förekomma också skillnader.

Finland anses av samtliga informanter inneha en mer pragmatisk och enig syn på försvarsindustrin som investeringsobjekt medan Sverige är mer restriktiv och rentav försiktig speciellt vad gäller kontroversiella vapen (Informant 8, 9, 12 och 14). Här spelar t.ex. Finlands aktuella Ottawa-diskussion roll (Informant 3 och 12).

”I Finland diskuterar man personminor, där är vi inte i Sverige vad jag kan se i alla fall.” (Informant 12)

”Om jag tittar på institutionella kunder, allt ifrån stiftelser till riktigt stora institutioner, så är de nog lite mera restriktiva i Sverige än både Finland och Danmark.” (Informant 9)

”I Finland är vi pragmatiska och vi har vidtagit åtgärder medan andra reflekterar. (...) Kultur och historia färgar debatten.” (Informant 8)

”Sverige varit en föregångare med höga kriterier gällande ESG, medan vi är mer pragmatiska i Finland och Danmark. Norge går sin egen väg.” (Informant 13)

Orsakerna till denna skillnad räknas upp som geografiska och historiska vilket anses påverka investeringsklimatet och diskussionstonen i speciellt Finland, där frågorna är mer accepterade och åtgärder redan i gång. Sverige har i stället präglats av en lång fredstid med nedmontering av försvarskapacitet och såldes inte behövt ta ställning tidigare, vilket somliga menar att nu gör omställningen större och långsammare (Informant 1, 9, 10 och 14).

”Vi har inte behövt ta ställning till krig på väldigt lång tid, vilket gör att vi har en mycket större diskussion att ha i Sverige. Varför ska man investera i den här typen av tillgångar? (...) [Det har skett en] väldigt, väldigt

stor förflyttning bland det institutionella kapitalet, och den är inte färdig alls. Vi är inte igenom den ännu. Man inser realiteten men är inte där ännu att investera i bomber och minor, fortfarande besvärlig materia för många.” (Informant 1)

Tradition och diskussionskultur verkar, föga överraskande, också spela roll. Informant 1 menar att Sverige ligger efter i finansieringen av innovativa och nyare bolag i jämförelse med Finland och Danmark och att fokuset fortfarande ligger på den noterade marknaden:

”Investerat aktivt i ”dual-use” eller militära företag – det har vi inte i Sverige, det finns inte den traditionen. Utan då är det Saab eller alltså de här bolagen som redan gör det.” (Informant 1)

”När man pratar om [investeringar i försvarsindustrin] i Sverige så skulle jag säga att man pratar mer om det på, det blir mer börsbolag, det är den typen bland alltså det stora institutionella kapitalet och man pratar inte så mycket om de mindre innovativa bolagen. (...) Vi har olika diskussioner helt enkelt. I Sverige har varit en stor fråga att får Swedbank och Robur-fonder investera i Saab? Ja eller nej? Det har varit en sådan diskussion och vi har inte kommit längre än så faktiskt, utan där finns mer att göra.” (Informant 1)

Informant 1 tillägger att det också finns ett större behov av extern förankring och ”hjälp” från exempelvis regeringens håll för att sättet man pratar om sektorn ska utvecklas. Informant 8 menar att trots att flera gör policyändringar så är det Finland som nu tar någon slags ”first-mover-risk”.

I Finland finns ett tydligt statligt engagemang och beredskap för krisekonomi enligt Informant 10. Statliga bolag som Patria och Tesi nämns som aktörer som har ägarandelar och på så sätt är med och styr delar av försvarsindustrin. I Sverige är försvarsindustrin helt privatägd och man förlitar sig i större utsträckning på markandsmenaismer. Danmark å sin sida saknar större industri men har visat en ny politisk vilja – och även stridit till åtgärder – att satsa och ta efter den finska modellen, menar både Informant 6 och Informant 10.

”I Finland, till exempel, finns en beredskap för krigsekonomier. Det finns en mycket tydligare organisation för vilka bolag som ska göra vad i händelse av krig och att staten kan gå in och på förhand styra vad de ska produceras och lägga om produktion och sånt. (...) Om man tänker då liksom Sverige, så är det landet som har den överlägset starkaste försvarsindustrin i Norden. Men om man tittar i Sverige så har försvarsindustrin noll statligt ägande. (...) Istället så förlitar man sig på en annars väl fungerande marknadsekonomi, där det finns mycket privat kapital och kunnande inom försvarsindustrin.” (Informant 10)

Finland är alltså duktiga på försvar och har en skaplig industri samt holistisk syn, summerar Informant 10, men Sverige är i särklass med exempelvis stridsflyg och ubåtar som få i världen kan producera och har såldes kompetens som Finland inte är i närheten av.

Trots att samtliga nog kommenterar nyansskillnaderna i Norden pekar somliga svar också på att kunskapen och kännedomen om hur man resonerar på annat håll egentligen är ganska liten. Förutom direkta erkännanden att man inte vet förekommer också formuleringar som ”jag har lite av en känsla...” vilket vittnar om osäkerhet och att trots att de finns de som nämner att dialogen i Norden är aktiv så kan det finnas rum för förbättring. De största skillnaderna menar några att egentligen finns mellan Norden och andra delar av Europa (Informant 3 och 10).

### **5.6.2 Framtidsutsikter för försvarsrelaterade investeringar**

Som en följd av att informanterna ser att diskussion men också process håller på att nyanseras och utvecklas mot en mer ändamålsenlig riktning ser de att själva marknaden för försvars- och säkerhetsrelaterade investeringar också håller på att mogna, trots att sektorn fortfarande är liten och ung i Europa. Detta gäller både startup-scenen och de mer etablerade verksamheterna, vilket på sikt tros leda till fler börsnoteringar och en bredare och mer stabil investeringsmiljö för just den här sektorn (Informant 3, 6 och 9). Informant 3 exemplifierar utveckling genom att det just nu är mer VC-fokuserat då det föds nya bolag, men att allteftersom marknaden mognar kan etablerade PE-aktörer stiga in vilket leder till fler börsbolag i ett senare skede.

”Jag skulle gärna se att det uppstår en buyout-marknad som skulle vara investeringsbar.” (Informant 3)

Att satsningarna i den traditionella försvarssektorn men även bredare inom samhällsberedskap kommer att fortsätta under de kommande åren råder det inget tvivel om. Att kapitalflödet kanaliseras till innovation och teknologi med mångdimensionell samhällsnytta förutspås och understryks också som specifikt viktigt av flera informanter så att mervärdet sträcker sig bortom försvarssektorn. Att förbättra hela ekosystemet för att inte halka efter i konkurrensen mot USA och Kina nämns som centralt av både Informant 1 och Informant 6.

”Konkurrensen är verkligen häpnadsväckande. Det är inte bara Finland som är i rörelse, utan liknande stora startups dyker upp från hela Europa och det är därför vi behöver hela det finansiella fältet med pensionsbolag, inhemska och utländska fonder så att vi får de bästa finska bolagen i rörelse. (...) Andra länder har kartlagt ekosystemet kring detta bättre än Finland och Norden. (...) Vi har inte gjort vår hemläxa.” (Informant 6)

Trots den starka efterfrågan just nu förväntas marknaden ändå stabiliseras då man menar att det finns gränser för hur mycket sektorn kan växa och att investeringarna inte kommer att fördelas jämnt samtidigt som konkurrensen bland investerare också ökar. Vikten av långsiktig analys snarare än att ryckas med i ett tillfälligt ”momentum” inom en historiskt sett cyklisk sektor nämns flera gånger (Informant 3, 9, 10, 11 och 13).

”Kvant- och rymdsektorerna är nog här för att snanna men investerare måste fundera att finns det långsiktig efterfrågan på teknologierna i det civila.” (Informant 6)

Sammanfattningsvis tros framtiden innebära mindre exkludering och mera ägarstyrning, där försvarsindustrin ses som en ”bransch bland andra”. Enligt Informant 11 kan pensionsbolagen komma att ha en mer passiv men möjliggörande roll, snarare än att de skulle utvecklas till storfinansierare. Informant 12 anknyter till fortsatt utvärdering och kritisk analys även i framtiden:

”Om tre år – har vi satsat på rätt saker? (...) Vi måste fatta de beslut som behöver finnas för att [försvarsbolagen] ska känna sig trygga i att göra de satsningarna som behövs helt enkelt. (...) Det här kommer ju att påverka inte bara renodlade försvarsbolag utan kommer att koppla till hela det här med att bygga robusta samhällen och beredskap.” (Informant 12)

## 6 DISKUSSION OCH SAMMANFATTNING

Syftet med denna avhandling är att analysera på vilket sätt Rysslands invasion av Ukraina i februari 2022 och den påföljande upprustningen i Europa påverkat investeringspolitiken och attityden kring försvarsindustrin ur ett praktiskt samt ansvarsfullhets- och hållbarhetsperspektiv bland institutionella investerare i Finland och Sverige. I detta sammanfattande kapitel diskuteras studiens implikationer baserat på de viktigaste resultaten samt studiens begränsningar. Kapitlet, och hela avhandlingen, avslutas med förslag på fortsatt forskning.

### 6.1 Resultatens implikationer

Studiens omfattande resultat skapar flera konkreta implikationer för de aktörer som direkt eller indirekt verkar inom denna kontext eller påverkas av de rapporterade förändringarna i inställning och praxis. Implikationerna blir extra vägande i och med den samhälleliga räckvidd försvars- och beredskapsindustrin har samt den konstaterade rollen och makten (kapital och inflytande) som institutionella investerare besitter.

Att förändringen är stor framkommer tydligt och implikationerna syns redan i form av reviderade och mer nyanserade investeringsriktlinjer och processer samt en förskjutning av gränsdragning från traditionella vapen och försvarsteknologi mot massförstörelsevapen. Att drivkrafterna är flera än endast Rysslands invasion av Ukraina den 24 februari 2022 blir också tydligt, där den nya administrationen i USA varit en stark accelererande faktor och som av somliga till och med nämns som en större katalysator, vilket avviker från avhandlingens primära hypotes. Som litteraturen kring ansvarsfullt och hållbart investering understryker implementerar investerare sina ansatser och strategier enligt hur de själva anser bäst, samtidigt som opinion och tillvägagångssätt utvecklas med och är beroende av den rådande tiden. Bägge dessa karaktärsdrag syns även i denna studie vilket betyder att fortsatt kontinuerlig diskussion och utvärdering bland finansmarknadens aktörer behövs även i framtiden. Reflexmässig exkludering utmanas som strategi och en potentiell rörelse mot ett slags paradigmskifte där investering i försvar anses mer accepterat märks tydligt av. Nedan beskrivs de konkreta implikationer som studiens resultat genererat i nuläget.

I och med att institutionella investerare bevisligen tenderar att värdesätta och föredra bolag med god bolagsstyrning och offentliggörande av information (McCahery et al. 2010; Chung & Zhang 2011; Bushee & Noe 2000) samt att informationsasymmetri och osäkerhet utgör de största riskerna för institutionella investera (Coleman 2015), tyder resultaten på att de konstaterade utmaningarna med otillräckliga data och transparens måste åtgärdas. Försvarssektorn måste

således utvecklas inom ramen för företagsansvar och rapportering för att förbättra förutsättningarna för investering i och finansiering av industrin. Dessa insikter sammanfaller med studierna av Yu et al. (2018), Zheng (2024) och An et al. (2011). Investerarna är beroende av högkvalitativa data och behovet förstärks då försvarsindustrin kan kräva extra granskning p.g.a. höjda ESG-risker. Då den här sektorn parallellt kan ha utmaningar med och hinder för just transparens och lida av förstärkta agentproblem p.g.a. beskriven informationsasymmetri måste berörda industrier samarbeta för att lösa dessa utmaningar och göra industrin mer investeringsbar. Det samma kan komma att gälla de affärsmodeller som är besvärliga ur ett investerarperspektiv. Studiens resultat torde alltså uppmuntra försvarsindustrin till utvecklad praxis.

Utvecklad praxis behövs även bland investerarna. Förutom en mer holistisk ansats kring försvarsindustrin kontra ansvarsfullt och hållbart investering generellt krävs en fortsatt nyanserad och sofistikerad diskussion kring konceptet "any tie". Detta är av stor vikt i och med den existerande risken för avvikande synsätt mellan dataunderleverantörer och institutionella investerare i diskussioner gällande komponent- eller mjukvarutillverkare med koppling till kontroversiella vapen. Detta krävs för att minska på friktionen mellan policy och de bolag som annars har en viktig roll för den bredare industrin (eller direkt försvarsindustrin) eller är viktiga investeringsobjekt över lag. Investerare som stöder sig på tredjehandsdata och -analyser måste alltså behandla detta proaktivt speciellt då en växande mängd bolag förväntas ha koppling till denna industri framöver och hela försvarsindustrin – och även övergripande ESG-praxis – går in i en mognare fas med mindre kategorisk hållning. Detta ingår i behovet av och arbetet med att formalisera sektorns plats inom ESG. Här spelar även EU stor roll i stöddandet av detta arbete. Samarbete med dataleverantörer om deras sektorriktlinjer för försvarsindustrin kan också bli aktuellt.

Amerika-dominansens negativa effekt på Europas försvarsindustriella kapacitet nämns av Blitzinger (2009, s. 108–109) och den investeringsledda globaliseringen av industrin måste därför göras rätt. USA:s oförutsägbarhet just nu har haft stor inverkan på den pågående förändringen generellt men förutom geopolitiska spänningar så kan europeiska bolag komma att föredras i och med att europeiska bolag måste rapportera enligt EU-taxonomi. Bolag registrerade i EU kan alltså tänkas bli än mer attraktiva då data är mer tillgänglig än t.ex. för amerikanska bolag. Det kan även vara lättare att godkänna investering i utom-europeiska försvarsbolag om köparna stärker Europas gemensamma försvar, samtidigt som Natomedlemskapen har gett affärsmöjligheter och gjort regionala gränsdragningar enklare att dra och argumentera för. Det är

av stor vikt att Europa drar nytta av detta "momentum" på rätt sätt och att fördelaktiga förutsättningar för inhemskt och europeiskt ägande skapas.

Att satsningarna sträcker sig förbi endast ren försvarskapacitet och kanaliseras till innovationskraft med bred samhällelig och även civil nytta är centralt. "Spill-over" -effekten som de facto går åt båda hållen (Horowitz & Pindyck 2022) – synergier som EU också identifierat (Versailleförklaringen, Europeiska unionens råd 2022) – måste främjas. Som Gross och Sampat (2022) konstaterar, har satsning på FoU inom ifrågavarande sektor förutsättningar att utmynna i koncentrerade centra för teknologisk utveckling vilket utgör en stor möjlighet för Norden och Europa.

Norden upplever för närvarandet ett utökat samarbete inom försvar. Att satsa på det breda nordiska samarbetet och utvidgade ekosystemet för att attrahera kapital och kunnande är ytterst viktigt. På basis av studiens resultat verkar inställningarna vara mycket liknande i Finland och Sverige, med den största skillnaden kopplad till kontroversiella vapen där Finland verkar vara mer benägen att t.ex. godkänna investeringar med kopplingar till kärnvapen än Sverige. Trots nyansskillnaderna behöver länderna fortsätta kultivera samarbetet inom försvarsindustrin och förstärka dialogen mellan investerarna ytterligare. Resultaten tyder nämligen på att investerardialogen länderna emellan är liten och okunskap om hur andra tänker och gör existerar. Det finns alltså ett behov av bättre kontakt, vilket också mobiliserar förändring (Guyatt 2005).

Finlands beslut att gå ur Ottawakonventionen kan ha inverkan på investerarna och svenska institutionella investerare tvingas eventuellt behandla detta trots att ett utträde inte är aktuellt på samma sätt i Sverige. Rekommendationen är således att vara proaktiv och analysera hur Finlands beslut kan komma att påverka ens egen verksamhet.

Trots det uttalade behovet och de identifierade möjligheterna med investering i försvarssektorn krävs det resurser, forskning och spetskunskap för att handskas med industrins utmaningar. På den onoterade marknaden, där en stor del av de höginnovativa bolagen befinner sig, krävs analys kring dilemmat hur man ska handskas med teknologi som är central för ett lands försvarsförmåga i förhållande till export och utländska ägare. Investerarnas möjlighet till avyttring av dessa strategiskt viktiga bolag är fortfarande oklar. Nya klausuler i aktieägaravtal och arbete för att eliminera hinder och göra det lättare att investera behövs, samtidigt som industrins självklara nivå av sekretess bibehålls och den realistiska tillväxtpotentialen inom speciellt den traditionella industrin analyseras nyktert.

Andra regelmässiga hinder som skapar behov för kontinuerlig bedömning att reglerna är ändamålsenliga uppstår då försvarsindustrin expanderar och försvarssegmenten i bolag verksamma inom flera affärsområden växer. Då kan eventuella omsättningsgränser hos investerare lätt överstigas vilket kan utgöra hinder för både investerarna och industrin.

Den säregna rollen som institutionella investerare besitter, också utöver förvaltaransvaret, kommer fram i denna studie. Aktivt ägande, som karaktäriserar denna investerargrupp, minskar på traditionella agentproblem (Silvola & Landau 2021) vilket pekar på att dessa aktörer kan ha en betydande roll i utvecklandet av en tidigare problematisk industri. I och med de institutionella investerarnas påverkningsmöjlighet till positiv förändring inom bolagsstyrning (Aggarwal et al. 2011; Clark & Hebb 2005; Velte 2023) och då det institutionella ägandet potentiellt ökar inom delar av försvarsindustrin uppstår det ypperliga möjligheter för dessa aktörer att vara med och bidra till att göra försvarssektorn mera hållbar och transparent genom att bl.a. minska på informationsasymmetrin mellan företagsledning och ägare, vilket är helt i linje med FN:s Global Compact och PRI-initiativet. Detta vore heller inget nytt då Silvola & Landau (2021) menar att exempelvis pensionsfonder ofta är ”motorer” för hållbart investering i allmänhet och Bengtsson (2008) betonar dessa investerares roll som ”institutionella entreprenörer” i pådrivandet av förändring.

## 6.2 Konklusioner

Eftersom det inte verkar råda entydig konsensus kring huruvida försvarsrelaterade investeringar kan ses som ansvarsfulla och hållbara tyder det på att det behövs mera dialog, djupare sektorspecifik förståelse och eventuellt mer styrda förhållningssätt för att stöda processen och förebygga materialisering av de uppenbara risker som industrin förknippas med. Samtidigt utvecklar institutionella investerare sina egna förhållningssätt enligt bästa förmåga och intern kontinuerlig utvärdering är därför viktigt. Att efterfrågan på och behovet av dessa investeringar finns är dock tydligt och industrin, investerarna och de berörda statliga aktörerna (t.ex. försvarsministeriet och försvarsmakten) måste därför tillsammans utveckla mekanismer för ett ändamålsenligt och hållbart finansierande av sektorn, oberoende av eventuell övergripande sektormässig hållbarhetsstämpel och där olika tillgångsklassers särskilda behov möts. Den allmänna nyanseringen och mognaden av ESG-praxis lär stöda detta arbete, samtidigt som den pågående förändringen i attityd mot sektorn kan komma att föra ESG i en ny riktning. De institutionella investerarnas möjlighet att idka aktivt ägande utgör dessutom stor potential att minska informationsasymmetri och främja försvarssektorns utveckling åt ett modernare håll. På samma sätt som Oljefonden i samarbete med andra marknadsaktörer drivit på strukturella

metoder för att behandla bolag med höga klimatavtryck (Silvola & Landau 2021) kan de institutionella investerarna gå ihop för att utveckla rekommendationer och bästa praxis för försvarsindustrin och fortsätta utvärdera sina egna verktyg för riskanalys.

För att skapa så goda förutsättningar för denna samhällsligt betydelsefulla utveckling som möjligt behöver humankapital inom dessa frågor förstärkas för att bättre kunna sammanlänka en tidigare i stort sett ignorerad industri med de stora centrala finansaktörerna. Samarbetet i Norden samt på EU- och Natonivå kan stöda både ökandet av kunskap samt Finlands och Sveriges affärsmässiga möjligheter inom innovation och kommersialisering av exempelvis produkter med dubbla användningsområden. Att de pågående stora satsningarna även riktas mot ändamål där det civila samhället drar nytta är viktigt för såväl samhällsutvecklingen och de ekonomiska tillväxtpotentialerna som allmän legitimering av kapitalanvändningen.

Som en följd av den exceptionellt snabba utvecklingen är det av yttersta vikt att en kritisk ansats fortfarande innehas genomgående. Trots starka signaler om att investerare nu måste diskutera *hur* man kan investera i försvar på ett hållbart sätt i stället för *ifall* man kan investera i försvar finns de traditionella industririskerna kvar (Cheung 2021; PRI Association 2024) samt mer allmänna risker som gruppsyck och kortsiktighet för med sig (Coleman 2015). Även nya slags riskkategorier kan komma att uppstå vilket kräver proaktiv utvärdering av investerare.

### 6.3 Studiens begränsningar

Samtidigt som den högaktuella karaktären av problemområdet och syftet med denna studie är ett argument för relevans och kontribution, är den också en begränsning då detta inte på något sätt är en färdigutvecklad situation som man kan analysera i ett vakuum. Tvärtom sker det förändring och situationen lever och utvecklas, något som i vissa vetenskapliga sammanhang kallas för "rörligt mål" (*eng. moving target*) (Bono 2001).

Trots att det sker förhållandevis mycket inom detta ämnesområde just nu och vissa förändringar till och med gått relativt snabbt är tidsperioden en begränsning. När det gäller mer strukturella ändringar är studiens tidsspann på drygt tre år efter den avgörande händelsen inte så lång eftersom fundamentala förändringar kräver tid.

Förutom att tidsramen för data är kort är också subjektivitet i data och metod en begränsning. Data har samlats på basis av individers erfarenheter och analyserats kvalitativt av författaren vilket gör det omöjligt att eliminera all slags subjektivitet trots att en möjligast objektiv process eftersträvs under studiens planerande och genomförande.

För studiens genomförbarhets skull begränsades samplet till finska och svenska bolag så att data skulle vara tillgänglig och så jämförbar som möjligt. Detta skapar dock en begränsning i och med att t.ex. samarbetet mellan EU-länder vad gäller försvarsfrågor tilltar. Att inkludera andra europeiska institutionella investerare skulle utvidga studien ytterligare. Samplets informanter är också till en större del finska aktörer, vilket skapar en liten snedvridning med mindre svensk omfattning.

Studien begränsar sig även till traditionella investerare som pensionsbolag och kapitalförvaltare samt institutionella fondinvestorer och statliga finansiärer, men på dagens marknad finns det flera andra aktörer som också kunde vara intresserade av investeringar i försvarsindustrin.

Samtliga nämnda begränsningar utgör dock goda grunder för fortsatt forskning, vilket behandlas till näst.

#### **6.4 Fortsatt forskning**

Denna avhandling är en kontribution till behovet av ytterligare 1) forskning inom ansvarsfullt och hållbart investerande (Renneboog et al. 2008) och 2) kvalitativ forskning inom finansiell ekonomi (Kaczynski et al. 2014; Burton 2007). Dessa behov kvarstår.

Denna avhandling fungerar som en initierande studie på hur institutionella investerare resonerar kring den rådande situationen, men i och med att investeringar i försvarsindustrin som konstaterat är ett exceptionellt aktuellt ämne just nu och som genomgår förändring finns det stora behov för fortsatt forskning nu och i framtiden. Ansvarsfullt och hållbart investerande är en produkt av sin tid och forskningsbehoven förstärks ytterligare av att försvarssektorn är av känslig karaktär med stark samhällslig koppling. Behoven av fortsatt forskning sträcker sig dessutom inte bara till institutionella investerare och hur de på bästa sätt kan vara verksamma inom denna sektor, utan även till bredare organisatoriska, dataanalytiska och regleringsmässiga områden som tangerar både själva industrin, finansiärer, medverkande kommersiella aktörer, forskare, beslutsfattare och myndigheter.

Då tillräcklig tid hunnit förlöpa och det finnas numeriska data blir kvantitativa analyser av problemområdet och dess utveckling ytterst relevanta.

## KÄLLFÖRTECKNING

- Agapova, A., Garanina, T., Sihvonen, J. & Vähämaa, E. (2023). *Institutional ownership type and firms' involvement in ESG activities*. Tillgänglig: <https://www.hanken.fi/sites/default/files/2023-08/vahamaa.pdf> Hämtad: 26.6.2025.
- Agapova, A., King, T. & Ranta, M. (2025). Navigating transparency: The interplay of ESG disclosure and voluntary earnings guidance. *International Review of Financial Analysis*, vol. 97, January 2025. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2024.103813>
- Aggarwal, R., Erel, I., Ferreira, M., & Matos, P. (2011). Does governance travel around the world? Evidence from institutional investors. *Journal of Financial Economics*, vol. 100, nr. 1, s. 154–181. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2010.10.018>
- Akerlof, G. & Kranton, R.E. (2005). Identity and the economics of organizations. *Journal of Economic Perspectives*, vol. 19, nr. 1, s. 9–32. DOI: 10.1257/0895330053147930
- Alexiou, C., Mohamed, A. & Nellis, J. (2021). The impact of institutional investors on firms' performance in the context of financialization. *International Journal of Finance & Economics*, vol. 26, nr. 1, s. 290–309. <https://doi.org/10.1002/ijfe.1790>
- Amel-Zadeh, A. & Serafeim, G. (2018). Why and How Investors Use ESG Information: Evidence from a Global Survey. *Financial Analysts Journal*, vol. 74, nr. 3, s. 87–103. <https://doi.org/10.2469/faj.v74.n3.2>
- An, H., Cook, D. O., & Zumpano, L. V. (2011). Corporate transparency and firm growth: Evidence from real estate investment trusts. *Real Estate Economics*, vol. 39, nr. 3, s. 429–454. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6229.2010.00299.x>
- Andrieș, A.M., Brodocianu, M. & Sprincean, N. (2022). The role of institutional investors in the financial development. *Economic Change and Restructuring*, vol. 56, s. 345–378. <https://doi.org/10.1007/s10644-022-09425-0>
- Armacost, M. (1969). *The Politics of Weapons Innovation: The Thor-Jupiter Controversy*. New York: Columbia University Press.
- Avramov, D., Cheng, S., Lioui, A. & Tarelli, A. (2022). Sustainable Investing with ESG Rating Uncertainty. *Journal of Financial Economics*, vol. 145, nr. 2, s. 642–664. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.09.009>
- Badrinath, S. G., Kale, J. R. & Ryan, H. E. Jr. (1996) Characteristics of Common Stock Holdings of Insurance Companies. *Journal of Risk and Insurance*, vol. 63, nr. 1, s. 49–76.
- Bengtsson, E. (2008). A history of Scandinavian socially responsible investing. *Journal of Business Ethics*, vol. 82, nr. 4, s. 969–983. DOI: 10.1007/s10551-007-9606-y
- Berg, F., Koelbel, J.F. & Rigobon, R. (2022). Aggregate confusion: The divergence of ESG ratings. *Review of Finance*, vol. 26, nr. 6, s. 1315–1344.

- Blitz, D. & Fabozzi, F.J. (2017). Sin Stocks Revisited: Resolving the Sin Stock Anomaly. *Journal of Portfolio Management*, vol. 44, nr. 1, s. 105–111. DOI: 10.3905/jpm.2017.44.1.105
- Blitzinger, R. A. (2009). *The Modern Defence Industry: Political, Economic, and Technological Issues*. Westport, CT: Praeger Security International.
- Bono, J. (2001). Metaphors Moving Targets in the (Social) Sciences. Why Metaphor? Toward a Metaphorics of Scientific Practice. Ur *Science Studies*, s. 213–234. transcript Verlag. DOI: 10.14361/9783839400647-007
- Braun, V. & Clarke, V. (2012). *Thematic analysis*. American Psychological Association.
- Brest, P. & Born, K. (2013). When Can Impact Investing Create Real Impact. *Stanford Social Innovation Review*, vol. 11, nr. 4, s. 22–31.
- Brown, H. Jr. (1998). What Do Institutional Investors Really Want? *Corporate Board*, vol. 17, s. 5–10.
- Bryman, A. & Bell, E. (2017). *Business Research Methods*. Femte upplagan. Oxford University Press: Oxford.
- Buchanan, B., Silvola, H. & Vähämaa, E. (2024). Sustainability and private investors. *The European Journal of Finance*, vol. 31, nr. 2, s. 174–201. <https://doi.org/10.1080/1351847X.2024.2362282>
- Burton, B. (2007). Qualitative research in finance – pedigree and renaissance. *Studies in Economics and Finance*, vol. 24, nr. 1, s. 5–12. DOI: 10.1108/10867370710737355
- Bushee, B. J., Carter, M. E. & Gerakos, J. (2010). *Institutional Investor Preferences for Corporate Governance Mechanisms*. Working Paper, University of Pennsylvania.
- Chemmanur, T. J., Hu, G. & Huang, J. (2010). The role of institutional investors in initial public offerings. *Review of Financial Studies*, vol. 23, nr. 12, s. 4496–4540.
- Chemmanur, T. J., Hu, G. & Wei, K.C.J. (2021). The role of institutional investors in corporate and entrepreneurial finance. *Journal of Corporate Finance*, vol. 66, nr. February. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101833>
- Chen, Z. & Zhu, J. (2025). Intelligent inference in combat simulation systems based on key feature extraction and uncertainty interval estimation. *IEEE Transactions on Instrumentation and Measurement*, vol. 74, s. 1–1, 2025. DOI: 10.1109/TIM.2025.3538084
- Cheung, T. M. (2021). A conceptual framework of defence innovation. *Journal of Strategic Studies*, vol. 44, nr. 6, s. 775–801. <https://doi.org/10.1080/01402390.2021.1939689>
- Cheung, T. M, Mahnken, T. G, & Ross, A. L. (2014). *Frameworks for Analyzing Chinese Defense and Military Innovation*. Ur Cheung, T. M (2014) *Forging China's Military Might: A New Framework for Assessing Innovation*. Baltimore: Johns Hopkins University Press.

- Christensen, D.M., Serafeim, G. & Sikochi, A. (2022). Why is corporate virtue in the eye of the beholder? The case of ESG ratings. *The Accounting Review*, vol. 97, nr. 1, s. 147–175.
- Chung, K. H. & Zhang, H. (2011). Corporate Governance and Institutional Ownership. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 46, nr. 1, s. 247–273.
- Clark, G.L. & Hebb, T. (2005). Why Should They Care? The Role of Institutional Investors in the Market for Corporate Global Responsibility. *Environment and Planning*, vol. 37, nr. 11, s. 2015–2031. DOI: 10.1068/a38116
- Cohen, E. (1996). A Revolution in Warfare. *Foreign Affairs*, vol. 75, nr. 2, s. 37–54. <https://doi.org/10.2307/20047487>
- Coleman, L. (2015). Facing Up to Fund Managers: an Exploratory Field Study of How Institutional Investors Make Decisions. *Qualitative Research in Financial Markets*, vol. 7, nr. 2, s. 111–135. DOI: 10.1108/QRFM-11-2013-0037
- Cowton, C. J. (1999) Playing by the Rules: Ethical Criteria at an Ethical Investment Fund. *Business Ethics: A European Review*, vol. 8, nr. 1, s. 60–69.
- CSIS (2023). *Ukrainian Innovation in a War of Attrition*. Center for Strategic & International Studies. CSIS Briefs. Brief by Seth G. Jones, Riley McCabe, and Alexander Palmer. Published February 27, 2023. Tillgänglig: [https://csis-website-prod.s3.amazonaws.com/s3fs-public/2023-02/230227\\_Jones\\_Ukrainian\\_Innovation.pdf?VersionId=Vap.5tI65sItokH1obxSSgN5q1GocDhS](https://csis-website-prod.s3.amazonaws.com/s3fs-public/2023-02/230227_Jones_Ukrainian_Innovation.pdf?VersionId=Vap.5tI65sItokH1obxSSgN5q1GocDhS). Hämtad: 22.6.2025.
- Davis, E.P. & Steil, B. (2001). *Institutional investors*. Cambridge, MA: MIT Press.
- De La Cruz, A., Medina, A. & Tang, Y. (2019). Owners of the World's Listed Companies. *OECD Capital Market Series*, Paris. Tillgänglig: [www.oecd.org/corporate/Owners-of-the-Worlds-Listed-Companies.htm](http://www.oecd.org/corporate/Owners-of-the-Worlds-Listed-Companies.htm). Hämtad: 9.3.2025.
- Derwall, J., Koedijk, K. & Horst, J. T. (2011). A tale of values-driven and profit-seeking social investors. *Journal of Banking & Finance*, vol. 35, nr. 8, s. 2137–2147. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2011.01.009>
- Domini, A. L (2001). *Socially responsible investing: making a difference in making money*. Chicago, IL: Dearborn Trade.
- van Duuren, E., Plantinga, A. & Scholtens, B. (2016). ESG Integration and the Investment Management Process: Fundamental Investing Reinvented. *Journal of business ethics*, vol.138, nr. 3, s. 525–533. DOI: 10.1007/s10551-015-2610-8
- Dyck, A. Lins, K.V., Roth, L. & Wagner, H.F. (2019). Do institutional investors drive corporate social responsibility? International evidence. *Journal of Financial Economics*, vol. 131, nr. 3, s. 693–714. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2018.08.013>

- Dye, P. (2025). Delivering Airpower: How Innovation in Wartime Foreshadowed Modern Supply Chain Strategies. *Technology and Culture*, vol. 66, nr. 1, s. 209–235. DOI: 10.1353/tech.2025.a951056
- Eccles, R. G., Kastropeli, M. D., & Potter, S. J., 2017. How to integrate ESG into investment decision-making: Results of a global survey of institutional investors. *Journal of Applied Corporate Finance*, vol 29, nr. 4, s. 125–133. DOI: 10.1111/jacf.12267
- Eccles, N. S. & Viviers, S. (2011). The Origins and Meanings of Names Describing Investment Practices that Integrate a Consideration of ESG Nr.s in the Academic Literature. *Journal of Business Ethics*, vol. 104, nr. 3, s. 389–402. DOI: 10.1007/s10551-011-0917-7
- EFRAG. (2023). *Materiality assesment implementation guidance*. Tillgänglig: <https://www.efrag.org/sites/default/files/sites/webpublishing/SiteAssets/Draft%20EFRAG%20IG%201%20MAIG%20231222.pdf> Hämtad: 26.6.2025.
- Europaparlamentet och rådet (2019). *Europaparlamentets och rådets förordning (EU) 2019/2088 av den 27 november 2019 om hållbarhetsrelaterade upplysningar som ska lämnas inom den finansiella tjänstesektorn*. Tillgänglig: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/SV/TXT/?uri=CELEX:02019R2088-20200712> Hämtad: 23.7.2025.
- Europaparlamentet och rådet (2021). *Europaparlamentets och rådets förordning (EU) 2021/821 av den 20 maj 2021 om upprättande av en unionsordning för kontroll av export, förmedling, transitering och överföring av samt tekniskt bistånd för produkter med dubbla användningsområden (omarbetning)*. Tillgänglig: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/SV/TXT/?qid=1631023845055&uri=CELEX%3A32021R0821> Hämtad: 26.6.2025.
- Europeiska kommissionen (2022a, December 14). *Directive (EU) 2022/2464 of the European Parliament and of the Council of 14 December 2022 amending Regulation (EU) No 537/2014, Directive 2004/109/EC, Directive 2006/43/EC and Directive 2013/34/EU as regards corporate sustainability reporting*. European Commission. Tillgänglig: <https://eur-lex.europa.eu/legalcontent/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32022L2464&qid=1744570719889> Hämtad: 26.6.2025.
- Europeiska kommissionen (2022b, April 6). *Commission Delegated Regulation (EU) 2022/1288 of 6 April 2022 supplementing Regulation (EU) 2019/2088 of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards specifying the details of the content and presentation of the information in relation to the principle of ‘do no significant harm’, specifying the content, methodologies and presentation of information in relation to sustainability indicators and adverse sustainability impacts, and the content and presentation of the information in relation to the promotion of environmental or social characteristics and sustainable investment objectives in pre-contractual documents, on websites and in periodic reports (Text with EEA relevance)*. European Commission. Tillgänglig: [https://eur-lex.europa.eu/eli/reg\\_del/2022/1288/oj/eng](https://eur-lex.europa.eu/eli/reg_del/2022/1288/oj/eng) Hämtad: 26.6.2025.

- Europeiska kommissionen (2023a). *COMMISSION DELEGATED REGULATION (EU) 2023/2616*. Tillgänglig: [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=OJ:L\\_202302616&qid=1702635582620](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=OJ:L_202302616&qid=1702635582620). Hämtad: 26.6.2025.
- Europeiska kommissionen (2023b, July 31). *Commission delegated Regulation (EU) 2023/2772 of 31.7.2023 supplementing Directive 2013/34/EU of the European Parliament and of the Council as regards sustainability reporting standards*. European Commission. Tillgänglig: <https://eur-lex.europa.eu/legalcontent/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32023R2772> Hämtad: 13.6.2025.
- Europeiska kommissionen (2025). *ReArm Europe ska medföra 800 miljarder euro till försvar av Europa*. Tillgängling: [https://sweden.representation.ec.europa.eu/news/rearm-europe-ska-medfora-800-miljarder-euro-till-forsvar-av-europa-2025-03-07\\_en?prefLang=de](https://sweden.representation.ec.europa.eu/news/rearm-europe-ska-medfora-800-miljarder-euro-till-forsvar-av-europa-2025-03-07_en?prefLang=de) Hämtad: 10.3.2025
- Europeiska kommissionen (2025a). *Questions and answers on simplification omnibus I and II. European Commission - European Commission*. Tillgänglig: [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/qanda\\_25\\_615](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/qanda_25_615) Hämtad: 13.6.2025.
- Europeiska kommissionen (2025b, February 26). *Proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulations (EU) 2015/1017, (EU) 2021/523, (EU) 2021/695 and (EU) 2021/1153 as regards increasing the efficiency of the EU guarantee under Regulation (EU) 2021/523 and simplifying reporting requirements*. European Commission. Tillgänglig: [https://commission.europa.eu/publications/omnibus-ii\\_en](https://commission.europa.eu/publications/omnibus-ii_en) Hämtad: 13.6.2025.
- Europeiska kommissionen (2025c, April 16). *Directive (EU) 2025/794 of the European Parliament and of the Council of 14 April 2025 amending Directives (EU) 2022/2464 and (EU) 2024/1760 as regards the dates from which member states are to apply certain corporate sustainability reporting and due diligence requirements*. European Commission. Tillgänglig: <https://eur-lex.europa.eu/legalcontent/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52025PC0080&qid=1744569855767> Hämtad: 13.6.2025.
- Europeiska unionens råd (2022). *Versailleförklaringen 10 och 11 mars 2022*. Tillgänglig: <https://www.consilium.europa.eu/media/54773/20220311-versailles-declaration-en.pdf> Hämtad: 27.5.2025.
- Eurosif (2016). *European SRI Study 2016*. Tillgänglig: <https://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2022/03/Eurosif-SRI-study-2016.pdf>. Hämtad: 1.7.2025.
- Eurosif (2018). *European SRI Study 2018*. Tillgänglig: <https://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2021/10/European-SRI-2018-Study.pdf>. Hämtad: 22.5.2025.
- Falkenstein, E. G. (1996). Preferences for Stock Characteristics as Revealed by Mutual Fund Portfolio Holdings. *Journal of Finance*, vol. 51, nr. 1, s. 111–135.

- Finsif (n.d.). *Vastuullinen sijoittaminen pähkinäkuoressa*. Tillgänglig: <https://finsif.fi/vastuullinen-sijoittaminen-pahkinankuoressa/> Hämtad: 22.5.2025.
- Freeman, R. E. (2010). *Strategic management: A stakeholder approach*. Cambridge university press.
- Friedman, M. (1970, September 13). A Friedman doctrine– The Social Responsibility of Business is to Increase Its Profits. *The New York Times Magazine*. Tillgänglig: <https://timesmachine.nytimes.com/timesmachine/1970/09/13/nr..html> [https://perma.cc/WE5J-BMJZ]. Hämtad: 13.4.2025.
- Fossey, E., Harvey, C., McDermott, F. & Davidson, L., 2002. Understanding and evaluating qualitative research. *Australian & New Zealand Journal of Psychiatry*, vol. 36, nr. 6, s. 717–732.
- Förenta nationerna (n.d. a). *About the UN Global Compact*. Tillgänglig: <https://unglobalcompact.org/about> Hämtad: 25.5.2025.
- Förenta nationerna (2025). *Ten Principles, 25 Years: Uniting business for a better world*. Tillgänglig: <https://unglobalcompact.org/compactjournal/ten-principles-25-years-uniting-business-better-world#:~:text=When%20companies%20embed%20human%20rights,and%20equitable%20world%20for%20all>. Hämtad: 25.5.2025.
- Förenta nationerna (n.d. b). *Transforming our world: the 2030 Agenda for Sustainable Development*. Tillgänglig: <https://sdgs.un.org/2030agenda>. Hämtad: 13.7.2025.
- Gazali, S., Aziz, S. & Nazir, M.I. (2025). Socially responsible investment (SRI) a scientometric and bibliometric analysis and future research agenda (1991–2023). *Environment Development and Sustainability*, (2025). DOI: 10.1007/s10668-025-06096-5
- Gompers, P. A., & Metrick, A. (2001). Institutional Investors and Equity Prices. *Quarterly Journal of Economics*, vol. 116, nr. 1, s. 229–259.
- Grinstein, Y., & Michaely, R. (2005). Institutional Holdings and Payout Policy. *Journal of Finance*, vol. 60, nr. 3, s. 1389–1426. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00765.x>
- Gross D. P. & Sampat B. N. (2021) The Economics of Crisis Innovation Policy: A Historical Perspective. *NBER Working Paper*, nr. 28335, January 2021, och AEA Papers & Proceedings 111, May 2021, s. 346–350.
- Gross, D. P. & Sampat, B. N. (2022). Crisis Innovation: Historical Evidence, Insights, and Open Questions. *NBER Reporter*, nr. 3, september 2022. Tillgänglig: <https://live-nber.pantheonsite.io/sites/default/files/2022-12/2022number3.pdf> Hämtad: 22.6.2025.
- Gross, D. P. & Sampat, B. N. (2023). America, Jump-started: World War II R&D and the Takeoff of the U.S. Innovation System. *NBER Working Paper*, nr. 27375. DOI: 10.3386/w27375. Tillgänglig: [https://www.nber.org/system/files/working\\_papers/w27375/w27375.pdf](https://www.nber.org/system/files/working_papers/w27375/w27375.pdf). Hämtad: 22.6.2025.

- Global Sustainable Investment Alliance, GSIA. (2016). *Global Sustainable Investment Review 2016*. Tillgänglig: [https://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2017/03/GSIR\\_Review2016.F.pdf](https://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2017/03/GSIR_Review2016.F.pdf) Hämtad: 1.7.2025.
- Guiso, L., Sapienza, P. & Zingales, L. (2006). Does culture affect economic outcomes? *Journal of Economic Perspectives*, vol. 20, nr. 2, s. 23–48. DOI: 10.1257/jep.20.2.23
- Guiso, L., Sapienza, P. & Zingales, L. (2009). Cultural biases in economic exchange? *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 124, nr. 3, s. 1095–1131.
- Guyatt, D. (2005). Finance and accounting Meeting objectives and resisting conventions: A focus on institutional investors and long-term responsible investing. *Corporate Governance*, vol. 5 nr. 3, s. 139–150. DOI: 10.1108/14720700510604779
- de Haan, J., Schoenmaker, D. & Wiert, P (2020). *Financial Markets and Institutions: A European Perspective*. 4<sup>th</sup> Edition. Cambridge University Press
- Haber, S., Kepler, J. D., Larcker, D. F., Seru, A. & Tayan, B. (2022). ESG Investing: What Shareholders Do Fund Managers Represent? (Working Paper) Rock Center for Corporate Governance at Stanford University.
- Svenska handelshögskolan (n.d.). *Artificial intelligence in your studies and learning*. Tillgänglig: <https://www.hanken.fi/en/students/learning-lab/artificial-intelligence-studies-and-learning>. Hämtad: 13.7.2025.
- HBL 24.2.2025. *Frustration i vapenbranschen – vill inte liknas vid tobak, alkohol och pornografi*. Tillgänglig: <https://www.hbl.fi/2025-02-24/frustration-i-vapenbranschen-vill-inte-liknas-vid-tobak-alkohol-och-pornografi/>. Hämtad: 13.7.2025.
- Hartzmark, S. M. & Sussman, A. B. (2019). Do Investors Value Sustainability? A Natural Experiment Examining Ranking and Fund Flows. *Journal of Finance*, vol. 74, nr. 6, s. 2789–2837. <https://doi.org/10.1111/jofi.12841>
- Hellman, N. (2000). *Investor behaviour – an empirical study of how large Swedish institutional investors make equity investment decisions*. [Doktorsavhandling, Handelshögskolan i Stockholm]. Tillgänglig: <https://ex.hhs.se/dissertations/221674-FULLTEXT01.pdf> Hämtad: 2.7.2025.
- Henningson, J. (2009). Fund Managers as Cultured Observers. *Qualitative Research in Financial Markets*, vol. 1, nr. 1, s. 27–45. DOI: 10.1108/17554170910939946
- Hoepner, A. & Schopohl, L. (2018). On the Price of Morals in Markets: An Empirical Study of the Swedish AP-Funds and the Norwegian Government Pension Fund. *Journal of Business Ethics*, vol. 151, s. 665–692. <https://doi.org/10.1007/s10551-016-3261-0>
- H. Hong, M. Kacperczyk (2009). The price of sin: the effects of social norms on markets. *Journal of Financial Economics*, vol. 93, nr.1, s. 5–36. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.09.001>

- Horowitz, M. & Pindyck, S. (2022). What is a military innovation and why it matters. *Journal of Strategic Studies*, vol. 46, nr. 1, s. 85–114.  
<https://doi.org/10.1080/01402390.2022.2038572>
- Huang, J. (2009). *Dynamic Liquidity Preferences of Mutual Funds*. Working Paper, Boston College.
- Isaksson, M. & Çelik, S. (2014). Institutional investors and ownership engagement. *OECD Journal Financial Market Trends*, vol. 2013, nr. 2, s. 93–114. DOI: 10.1787/fmt-2013-5jz734pwtrkc
- Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, vol. 3, nr. 4, s. 305–360.  
[https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Kaczynski, D., Salmons, M. & Smith, T. (2014). Qualitative Research in Finance. *Australian Journal of Management*, vol. 39, nr. 1, s. 127–135. DOI: 10.1177/0312896212469611
- Kimbrough, M.D., Wang, X., Wei, S. & Zhang, J. (2022). Does voluntary ESG reporting resolve disagreement among ESG rating agencies? *European Accounting Review*, vol. 33, nr.1, s. 1–33. DOI: 10.1080/09638180.2022.2088588
- Kinder, P. D. & Domini, A. L. (1997). Social screening: paradigms old and new. *The Journal of Investing*, vol. 6, s. 12–19. <https://doi.org/10.3905/joi.1997.408443>
- Lintner, J. (1956). Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. *The American Economic Review*, vol. 46, nr. 2, Papers and Proceedings of the Sixty-eighth Annual Meeting of the American Economic Association (May, 1956), s. 97–113.
- Louche, C., Arenas, D. & van Cranenburgh, K. C. (2012). From Preaching to Investing: Attitudes of Religious Organisations Towards Responsible Investment. *Journal of Business Ethics*, vol. 110, nr. 3, s. 301–320. DOI: 10.1007/s10551-011-1155-8ff. hal-01098144f
- McCahery, J. A., Sautner, Z. & Starks, L. T. (2010). *Behind the Scenes: The Corporate Governance Preferences of Institutional Investors*. Working Paper, University of Amsterdam.
- McKinsey & Company (2025). *Creating a modernized defense technology frontier*. Tillgänglig: <https://www.mckinsey.com/industries/aerospace-and-defense/our-insights/creating-a-modernized-defense-technology-frontier> Hämtad: 29.7.2025.
- Miettinen, M. (2024). Are materiality determination practices evolving in the wake of increasing legislation on sustainability reporting? Findings from EU pharmaceutical companies' reports. *International Journal of Law and Management*, vol. 66, nr. 3, s. 363–392.
- MSCI (2025). *MSCI World Aerospace and Defense Index (USD)*. Tillgänglig: <https://www.msci.com/documents/10199/3675869d-f312-4d1f-8ca8-aa59b8220330> Hämtad: 13.7.2025.

- NATO (2025). *NATO concludes historic Summit in The Hague*. Tillgänglig: [https://www.nato.int/cps/en/natohq/news\\_236516.htm?selectedLocale=en](https://www.nato.int/cps/en/natohq/news_236516.htm?selectedLocale=en) Hämtad: 28.7.2025.
- OECD (2014). *Development Co-operation Report 2014: Mobilising Resources for Sustainable Development*, OECD Publishing. <http://dx.doi.org/10.1787/dcr-2014-en>
- OECD (2021). *Mobilising institutional investors for financing sustainable development in developing countries: Emerging evidence of opportunities and challenges*, OECD Publishing, Paris. Tillgänglig: [https://www.oecd.org/content/dam/oecd/en/publications/reports/2021/07/mobilising-institutional-investors-for-financing-sustainable-development-in-developing-countries\\_a1b1e9a2/6a92704f-en.pdf](https://www.oecd.org/content/dam/oecd/en/publications/reports/2021/07/mobilising-institutional-investors-for-financing-sustainable-development-in-developing-countries_a1b1e9a2/6a92704f-en.pdf) Hämtad: 20.4.2025.
- OpenAI. (2024). ChatGPT (version 19 februari) [Large language model]. <https://openai.com>
- Parrino, R., Sias, R. W. & Starks, L. T. (2003). Voting with Their Feet: Institutional Ownership Changes around Forced CEO Turnover. *Journal of Financial Economics*, vol. 68, nr. 1, s. 3–46. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(02\)00247-7](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(02)00247-7)
- Pensionsskyddscentralen (n.d.). *Finansiering och placeringsverksamhet*. Tillgänglig: <https://www.etk.fi/sv/pensionssystemet-i-finland/finansiering-och-placeringsverksamhet/> Hämtad: 14.4.2025.
- Picou, A. & Rubach, M. (2006). Does Good Governance Matter to Institutional Investors? Evidence from the Enactment of Corporate Governance Guidelines. *Journal of Business Ethics*, vol. 65, nr. 1, s. 55–67. DOI: 10.1007/s10551-006-0016-3
- Pitchbook (2024). *Defense-tech boom spawns wave of new European GPs*. Tillgänglig: <https://pitchbook.com/news/articles/defense-tech-boom-spawns-wave-of-new-european-gps> Hämtad: 12.3.2025
- PRI Association (2023). *Investment tools – Definitions for responsible investment approaches*. Tillgänglig: [https://www.unpri.org/investment-tools/definitions-for-responsible-investment-approaches/11874.article?utm\\_source=chatgpt.com](https://www.unpri.org/investment-tools/definitions-for-responsible-investment-approaches/11874.article?utm_source=chatgpt.com) Hämtad: 9.6.2025.
- PRI Association (2024). *The defence sector in focus: Common ESG risks*. Tillgänglig: <https://www.unpri.org/pri-blog/the-defence-sector-in-focus-common-esg-risks/12689.article> Hämtad: 12.3.2025
- PRI Association (n.d.) *What are the Principles for Responsible Investment?* Tillgänglig: <https://www.unpri.org/about-us/what-are-the-principles-for-responsible-investment> Hämtad: 13.7.2025.
- Raith, D. (2022). The contest for materiality. What counts as CSR? *Journal of Applied Accounting Research*, vol. 24, nr. 1, s. 134–148.
- Regeringskansliet (2024). *Sveriges och Natos historia*. Tillgänglig: <https://www.regeringen.se/regeringens-politik/sverige-i-nato/sveriges-och-natos->

historia/#:~:text=Sedan%20dess%20har%20Sverige%20gradvis,som%20fullv%C3%A4rdig%20medlem%20i%20Nato. Hämtad: 10.3.2025

- Renneboog, L., Horst, J.T. & Zhang, C. (2008). Socially responsible investments: Institutional aspects, performance, and investor behavior. *Journal of Banking & Finance*, vol. 32, nr. 9, s. 1723–1742. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2007.12.039>
- Richardson, B. J. (2011). Sovereign wealth funds and the quest for sustainability: Insights from Norway and New Zealand. *Nordic Journal of Commercial Law*, vol. 2, s. 1–27.
- Rosen, B. N., & Sandler, D. M. (1991). Social norms and socially responsible investment behavior: A preliminary empirical investigation. *Journal of Consumer Affairs*, vol. 25, nr. 2, s. 221–234. DOI: 10.1111/j.1745-6606.1991.tb00003.x
- Ryan, L. & Schneider, M. (2003). Institutional Investor Power and Heterogeneity: Implications for Agency and Stakeholder Theories. *Business and Society*, vol. 42, nr. 4, s. 398–429.
- Sandberg, J. (2008). *The Ethics of Investing: Making Money or Making a Difference?* [Doktorsavhandling, Göteborgs universitet]. Tillgänglig: [https://gupea.ub.gu.se/bitstream/handle/2077/10109/gupea\\_2077\\_10109\\_3.pdf?sequence=3&isAllowed=y](https://gupea.ub.gu.se/bitstream/handle/2077/10109/gupea_2077_10109_3.pdf?sequence=3&isAllowed=y) Hämtad: 16.6.2025.
- Sandberg, J., Siegl, S., & Hamilton, I. (2014). The regulation of institutional investment in Sweden: A role model for the promotion of responsible investment? Ur J. P. Hawley, et al. (Eds.), *Cambridge handbook of institutional investment and fiduciary duty* (1st ed., s. 59–71). Cambridge: Cambridge University Press.
- Saunders, M., Lewis, P. & Thornhill, A. (2016). *Research methods for business students*. Harlow (Essex): Pearson.
- Scholtens, B., & Sievänen, R. (2013). Drivers of Socially Responsible Investing: A Case Study of Four Nordic Countries. *Journal of Business Ethics*, vol. 115, nr. 3, s. 605–616. <https://doi.org/10.1007/s10551-012-1410-7>
- Schwartz, M. S. (2003). The "ethics" of ethical investing. *Journal of Business Ethics*, vol. 43, nr. 3, s. 195–213. DOI: 10.1023/A:1022933912939
- Sebora, T.C. & Rubach, M. (2009). Determinants of Institutional Investor Activism: A Test of the Ryan-Schneider Model (2002). *Journal of Managerial Issues*, vol. 17, nr. 4.
- Silvola, H. & Landau, T. (2021). *Sustainable Investing: Beating the Market with ESG*. London: Palgrave Macmillan.
- Sparkes, R. & Cowton, C.J. (2004). The Maturing of Socially Responsible Investment: A Review of the Developing Link with Corporate Social Responsibility. *Journal of Business Ethics*, vol. 52, nr. 1, s. 45–57. DOI: 10.1023/B:BUSI.0000033106.43260.99

- Statista (2025). *The Real Reason Europe Needs The EU*. Tillgänglig: <https://www.statista.com/chart/15458/the-estimated-number-of-violent-war-related-deaths-in-europe/> Hämtad: 10.3.2025
- Steiner, G.A. (1972). Social Policies for Business. *California management review*, vol.15, nr. 2, s. 17–24. DOI: 10.2307/41164414
- Svenmarck, P., Luotsinen, L., Nilsson, M. & Schubert, J. (2018) Possibilities and challenges for artificial intelligence in military applications. In: NATO big data and artificial intelligence for military decision making specialists' meeting
- Tesi (2024). *Defence – Market study on Finnish military product and dual use companies*. Tillgänglig: <https://tesi.fi/wp-content/uploads/2024/09/Tesi-Defence-Study-240902.pdf> Hämtad: 12.3.2025
- UNODA (n.d.). *United Nations Office for Disarmament Affairs (UNODA). Conventional Arms*. Tillgänglig: <https://disarmament.unoda.org/conventional-arms/#:~:text=Conventional%20arms%20are%20weapons%20other,already%20in%20the%2019th%20century.> Hämtad: 26.6.2025.
- Utrikesministeriet (2024). *Suomen Nato-jäsenyys*. Tillgänglig: <https://um.fi/suomen-nato-jasenyy> Hämtad: 10.3.2025
- Kontoret för FN:s högkommissarie för mänskliga rättigheter (2025). *Ukraine: Protection of civilians in armed conflict, January 2025 update*. Tillgänglig: [https://ukraine.un.org/sites/default/files/2025-02/Ukraine%20-%20protection%20of%20civilians%20in%20armed%20conflict%20%28January%20%202025%29\\_ENG.pdf](https://ukraine.un.org/sites/default/files/2025-02/Ukraine%20-%20protection%20of%20civilians%20in%20armed%20conflict%20%28January%20%202025%29_ENG.pdf) Hämtad: 9.3.2025.
- Velte, P. (2023). Sustainable institutional investors, corporate sustainability performance, and corporate tax avoidance: Empirical evidence for the European capital market. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, vol. 30, nr. 5, s. 2406–2418.
- Warren, G. J. & Foster F. D (2008). Interviews with Institutional Investors: The How and Why of Active Investing. *Journal of Behavioral Finance*, forthcoming, vol. 1. DOI: 10.1080/15427560.2015.1095754
- Watts, B. & Murray, W. (1996) Kapitel 10 “Military innovation in peacetime” s. 369–416 ur Murray, W. & Millett, A.R. (1996). *Military innovation in the interwar period*. New York: Cambridge University Press, s. 406.
- Xue, W., He, Z. & Hu, Y. (2021). The stabilizing effects of pension funds vs. mutual funds on country-specific market risk. *Journal of Multinational Financial Management*, vol. 60, nr. 2. <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2021.100691>
- Yu, E. P., Guo, C. Q., & Luu, B. V. (2018). Environmental, social and governance transparency and firm value. *Business Strategy and the Environment*, vol. 27, nr. 7, s. 987–1004.
- Zheng, Z. (2024). The Impact of ESG Report Transparency on Investor Behavior. *Advances in Economics Management and Political Sciences*, vol. 129, nr. 1, s. 151–156.

## **BILAGA 1 INTERVJUGUIDE**

### **1 Utgångspunkt före invasionen**

- Vilka strategier för hållbart och ansvarsfullt investering använder ni er av?
- Hur såg ni på försvarsindustrin före Rysslands invasion av Ukraina 24.2.2022?
- Hur såg ni på så kallade produkter med dubbla användningsområden före invasionen?
- Hade ni någon form av exkluderingspolicy eller negativ screening kopplade till försvar?
- Vilka principer för hållbart investering styr er verksamhet?

### **2 Förändringar efter invasionen**

- Har ni gjort revideringar/förändringar/uppdateringar av investeringspolicy sedan krigets utbrott?
  - *Vilka var huvudargumenten?*
- När och varför började ni diskutera förändringar i investeringspolicyn gällande försvar?
  - *Var det någon särskild incident eller andras agerande som utlöste diskussionen?*
- Hur snabbt skedde förändringen?
- Vilka aktörer drev frågan internt (portföljförvaltare, hållbarhetsteam, ledning)?
- Hur har narrativet om försvarsindustrin förändrats inom organisationen?
- Hur ser ni på skillnaden mellan olika vapenkategorier?
- Har Rysslands invasion varit den enda katalysatorn, eller har andra händelser också spelat in?
- Har Natos roll eller Sveriges/Finlands Natoprocess påverkat ert ställningstagande?
- Har ni gjort investeringar som tangerar försvarsindustrin?
  - *Vilka typer av investeringar?*

### **3 Risk, riktlinjer och ramverk**

- Hur har er syn på risk förändrats gällande försvarsinvesteringar?

- Hur definierar ni försvarssektorn i dag ur ett hållbarhets- och riskperspektiv?
- Är investering i dessa sektorer mer resurskrävande gällande due diligence?
  - *Skiljer sig DD-processen från andra sektorer?*
- Har ni uppdaterat era ESG-kriterier eller DD-processer för att inkludera/förtydliga försvarsrelaterade faktorer?

#### **4 Institutionell roll och påverkan**

- Vilken roll tycker du att institutionella investerare har i samhällsfrågor som försvar och säkerhet?
- Er roll som statlig aktör med staten som ägare? (ifall lämplig)
- Kan investering i försvar ses som en form av ansvarstagande investering i dagens geopolitiska kontext? Ser ni försvarsinvesteringar som en del av ert samhällsansvar?
- Hur hanterar ni spänningen mellan ESG-principer och försvarssektorns nya roll?
- Lider andra sektorer (t.ex. grön omställning) av ett skifte i kapital mot försvarsindustrin?

#### **5 Påverkan från omvärld och ”peers”**

- Hur har andra nordiska investerares agerande påverkat era beslut?
  - *Finns det skillnader mellan de nordiska länderna?*
- Finns det aktörer ni ser som förebilder i detta skifte?
- Hur går diskussionen bland konkurrenter och branschkollegor?
  - *Finns det nya informella normer som håller på att bildas? Hur märks det?*
- Har ni haft kontakt med andra instanser kring hur man förhåller sig till dessa frågor? T.ex. konsulter, jurister etc.

#### **6 Kunder, kommunikation och mandat**

- Vad hör ni från era kunder angående försvarsinvesteringar?
- Har ni upplevt någon kritik eller behov av att "försvara" er policy?
- Speglar er aktivitet kundernas önskan, eller har ni varit proaktiva i er omställning?

- Hur kommunicerar ni policyförändringar externt – till exempel i hållbarhetsrapporter eller årsredovisningar? Hur internt?

## 7 Framtidssyn och strategisk riktning

- Hur ser du på framtiden för försvarsinvesteringar inom ert mandat?
- Vilka möjligheter ser du framöver?
- Vilka utmaningar ser du framöver?
- Tror du detta är en långsiktig förändring i investeringspraxis eller mer tillfällig?
  - *Nu momentum – vad krävs för långsiktig förändring?*
- ***Ser ni detta som ett paradigmskifte inom ansvarsfulla investeringar?***
- Ser ni skillnader i hantering mellan olika tillgångsslag – t.ex. PE/VC jämfört med börsnoterade aktier jämfört med skulder?

## 8 Avslutande frågor

- Finns det andra jag borde prata med om detta?
  - Vilka dörrar skulle du kunna hjälpa mig att öppna för vidare kontakt?
- Får jag återkomma om jag behöver kompletterande information?