

| Ett kvartalsbrev från Cliens Kapitalförvaltning

Cliens Kapitalförvaltnings hållbarhetsbrev för Kvartal 4



CLIENS
KAPITALFÖRVALTNING

Med detta kvartalsbrev väljer vi att lämna ett deprimerande 2020 och blickar istället framåt. Coronapandemin och bredare sociala frågor som Black Lives Matter har dominerat nyhetsflödet och det har genuint varit svårt att hitta något att glädjas över under föregående år. Ämnet för dagen är något som vi tror skulle ha fått ett mycket större utrymme under 2020 om det inte vore för pandemin.

2021 – BIG TECHS ÅR?

Efter förra presidentvalet i USA 2016 landade strålkastarljuset på FAANG+M aktierna (Facebook, Apple, Amazon, Netflix, Google + Microsoft) med varierande styrka. En i sammanhanget mindre fråga kring tech-bolagens misslyckade roll att motverka potentiell manipulering av valet från utländska intressen 2016 visade sig vara en Pandoras ask.

Idag diskuteras inte endast tech-bolagens roll att skydda demokratiska processer från otillbörlig manipulation. Diskursen har utvidgats och omfattar nu även nedanstående punkter. Något som vi ser som risker för bolagen:

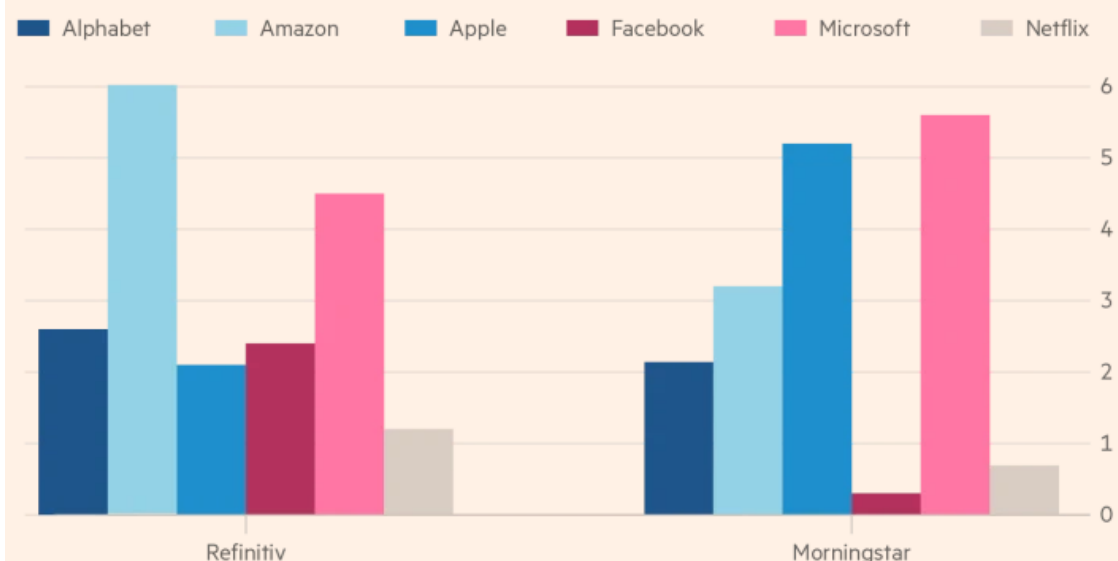
- **konkurrenslagstiftning,**
- **datainsamling och datasäkerhet** – en enorm fråga i en allt mer digitaliserad värld
- **innehållet som tillåts på plattformarna** – och därigenom frågor kring yttrandefrihet,
- **ansvarsfördelning av innehållet på plattformarna** – i både USA och EU har den kanske mest skrämmande

frågan, utifrån bolagens perspektiv, kommit på tal allt mer frekvent: att man eventuellt ska kunna hålla bolagen ansvariga för innehållet som finns på plattformarna, dvs. något i stil med redaktionellt utgivaransvar.

Vi tror att det finns två huvudsakliga faktorer som gör frågan relevant för investerare med hållbart fokus. För det första är faktumet att FAANG+M är en stor del av vilket index som helst och därför kräver det någon form av exponering. Dessa teknologiaktier är ofta en betydande del av portföljer som utger sig för att investera hållbart och bör således tas på allvar. I en artikel på FT.com rapporterades att från början av 2020 fram till den 27 juli 2020 så hade åtta av de tio bäst avkastande amerikanska Large-Cap ESG aktiefonderna antingen Apple, Amazon eller Microsoft som det största innehavet. Vidare rapporterade man att i snitt hade dessa tio fonder 17 % investerat i FAANG+M, medan kategorin av Large-Cap amerikanska aktiefonder i snitt hade 23 % exponering mot den breda tech-sektorn.

Many so-called ESG funds are packed with Faang stocks

Average holding (%) of Faang stocks in top 10 performing US ESG funds*



För det andra verkar det inte finnas samsyn kring hur man ska behandla dessa bolag givet dess ESG-risker inom den hållbara investerarsfären. Till exempel exkluderar samtliga hållbarhetsfonder tobaksbolag p.g.a. de uppenbara negativa hälsoeffekterna. Men hur gör man med ett Facebook som marknadsför sig som en plattform som för folk samman samtidigt som man erkänner att plattformen febrilt användes i Myanmar för att uppvigla till folkmord¹?

Oss veterligen finns ingen UN PRI-liknande princip som likt involvering i korrupktion gör att ett bolag eventuellt bör exkluderas från en investerares univers. Av ägandet av aktierna i hållbarhetsfonder att döma verkar heller inte en överdriven

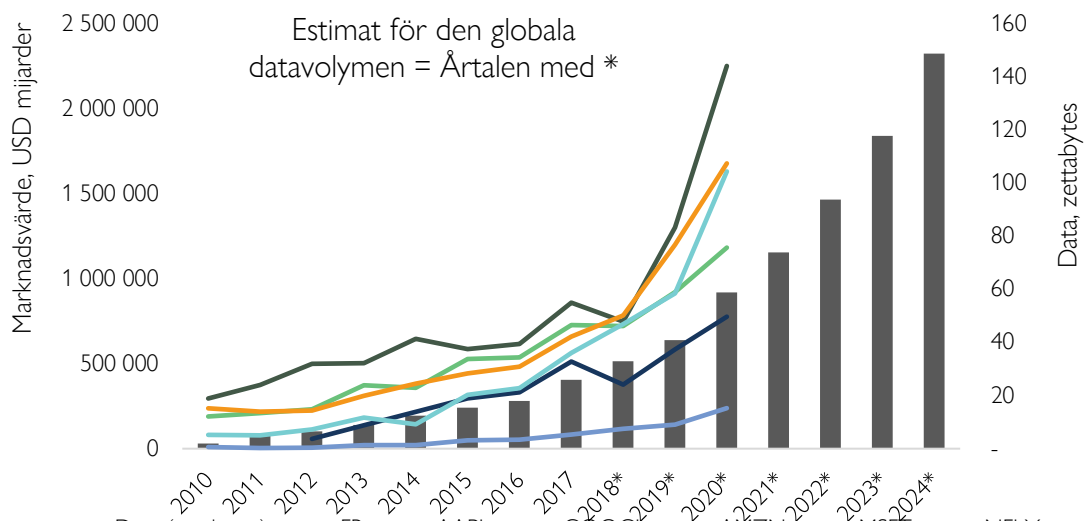
riskpremie krävas av hållbarhetsinvesterare för att inneha dessa aktier när vi blickar mot 2021. Vi förstår att FAANG+M drivit en stor del av intjäningsstillväxten på marknaden. Vi hävdar dock att en viss försiktighet är rättfärdigad givet ett potentiellt scenario där man börjar prata konkreta lagförslag vilket representerar ett utfall med lägre sannolikhet men med betydande påverkan på bolagen.

Mot denna bakgrund tänkte vi försöka zooma in på två av de ovannämnda riskerna för att ge läsaren en övergripande bild av vår syn, vilket förhoppningsvis kan vara till stöd vid framtida diskussioner med bolagen i fråga eller vid en egen analys av desamma.

DATAINSAMLING OCH DATASÄKERHET

Att FAANG+M gynnas av konstant expanderande data som tillåter mer sofistikerade applikationer som öppnar upp nya potentiella intäktsströmmar och gör annonser mer effektiva är rätt uppenbart vid det här laget. Nedan graf visar på respektive bolags marknadsvärde i

miljarder dollar på vänster axel och den totala globala data som genereras årligen på höger. Höger axel anger Zettabytes och för den med en fallenhet för tal så är en Zettabyte **1 125 899 910 000 000** megabytes!



Källa: Statista, Bloomberg & Cliens Kapitalförvaltning

¹ <https://www.nytimes.com/2018/11/06/technology/myanmar-facebook.html>

Den data som genereras, samlas, bearbetas och sedan kommersialiseras av tech-bolagen kommer från alla som använder internet. Tech-bolagens förutsättning för framgång är denna data och genom insamlingen av den har man möjliggjort bl.a. en nationalencyklopedi i fickan (Googles sökmotor som har utvidgat din hjärna, eller ersatt?), kontakt med hela världen dygnet runt är i princip gratis (FB, Instagram, etc.), videor på allt ifrån naturprogram till utbildningar i världsklass (Youtube, också Google) samt tillgång till hela världens utbud av konsumtionsartiklar i fickan (Amazon) för att nämna några saker. Helt enkelt fantastiskt.

Bilden på till höger från NodeGraph visar vad som sker på internet **varje minut**. Ge plattformarna tillräckligt lång tid att samla på den typen av data och de kan med god precision peka ut ens sociala status, huvudsakliga syssla, intressen, politiska inriktning, umgängeskrets etc. De kan också se var du befinner dig vid varje given tidpunkt.

Ett lite mer ingripande perspektiv på detta är när man ställer sig frågan "Vad har jag berättat för Googles sökmotor under alla år jag har använt Google, och har jag någonsin delat med mig av så mycket till en enda enskild person, någonsin?".



Vad har jag berättat för Googles sökmotor under alla år jag har använt Google, och har jag någonsin delat med mig av så mycket till en enda enskild person, någonsin?



Det är bland annat där uttrycket "Google vet om du är gravid innan du själv vet det" kommer ifrån. Genom att aggregera miljontals av sökförfrågningar från miljontals människor kan massvis med data analyseras och således kan en mer sannolik bild av ens **behov** formuleras. Vid det här stadiet är man tillräckligt välkategoriserad och nu är det mer effektivt att låta marknadsföringsalgoritmen rulla – annonserna man ser är skräddarsydda och det är mer troligt att man klickar på dem.

WHAT HAPPENS ONLINE EVERY MINUTE?



All denna data, från lokaliseringshistorik, sökhistorik, chatthistorik, bilder, reaktioner (likes, etc.) sparas i princip i all evighet. Denna typ av datainsamling är av uppenbara skäl problematisk utifrån ett integritetsperspektiv. I EU har GDPR varit ett försök att adressera några av dessa frågor men utan större framgång än enligt vår tolkning. Vi tror dock att GDPR var första steget mot en reglering som på ett mer effektivt sätt skyddar individens integritet utifrån tech-bolagens arbetsmetoder såsom de ser ut idag och att fler länder kommer att introducera egna lagar kring datainsamling i framtiden, och att denna lagstiftning blir mer och mer sofistikerad (dvs. svårare för tech-bolagen att kringgå).

Vi tror även att Eurasia har en bra poäng i sin senaste rapport om risker att se upp för under 2021². Rapporten listar den, i USA, sittande administrationens försök att förbjuda kinesiska TikTok och WeChat. Detta som ett led i ett större spel för att försöka begränsa vem som har tillgång till sin befolknings data och således möjligheter att manipulera och influera den allmänna opinionen och t.ex. utpressa viktiga aktörer. Vi ser inte att en Biden-administration skulle förhålla sig annorlunda till denna fråga. Med andra ord så är tech-bolagen i allt större utsträckning viktiga politiska spelbrickor, vilket gör det svårt att undgå strålkastarljuset från lagstiftare.

Datainsamling tar oss till datasäkerhet

vilket endast kommer nämnas kort. Många av tech-bolagen har egna serverlösningar, s.k. moln-baserade lösningar ("Cloud"). Den enorma mängd data som i allt större utsträckning förvaras på sådana servrar är en uppenbar plats för hackare att besöka. Vi har ingen insikt i hur ansvarsfördelningen mellan t.ex. Google och ett bolag som använder deras servrar ser ut utifrån ett säkerhetsperspektiv, men utöver att lagra andra aktörers data, så lagrar man även egna användardata. För att ge läsaren en känsla för potentiella kostnader vid en cyber-attack där stora mängder data blottas vill vi uppmärksamma återförsäkraren Munich Re som säger att vissa cyber-risker helt enkelt är omöjliga att försäkra³.

DEN KANSKE SVÅRASTE FRÅGAN AV ALLA – VEM ANSVARAR FÖR INNEHÅLLET PÅ PLATTFORMARNA?

Ansvar för innehållet i plattformarna är kanske den svåraste nöten att knäcka. Vem håller man ansvarig för innehållet på plattformar likt Youtube, Twitter och Facebook-ekosystemet? Är det exklusivt användarna, vilka skapar innehållet genom att publicera inlägg, dela länkar och tankar? Är det plattformarna själva som är ansvariga för innehållet de tillåter på sin plattform, eller kanske en kombination av båda?

Det vi med säkerhet kan säga är att gigantiska sociala medier-plattformar har blivit en betydande källa från vilken människor får sina nyheter från. Pew Research Center har sedan 2005 följt andelen av vuxna som får nyheter från sociala medier och 2018 fick ungefär 43 % av vuxna sina nyheter från Facebook i USA⁴. Bolaget, med sina ungefär 2.5 miljarder månatliga aktiva användare, när

långt större publik än vad de största nyhetsbolagen någonsin hade kunnat drömma om.

Det som visat sig vara en viktigare insikt i sammanhanget, och som Netflix:s super-succé "The Social Dilemma" visade, är att algoritmerna skapade av tech-bolagen premierar kontroversiellt innehåll eftersom det skapar mer "engagemang" på plattformarna. Ett annat sätt att säga det är att tiden man spenderar på t.ex. Youtube eller Facebook ökar med mer kontroversiellt innehåll, vilket i sin tur ökar antalet annonser som kan visas för respektive användare. Kontroversiellt innehåll, likt uppvigling till folkmord i Myanmar via Facebook eller konspirationsteorier på Youtube, har ett samhälleligt pris. Ingen hävdar att Facebook har ett intresse av det som skedde i Myanmar eller att Youtube har

² <https://www.eurasiagroup.net/files/upload/top-risks-2021-full-report.pdf>

³ <https://www.munichre.com/topics-online/en/digitalisation/cyber/how-insurable-are-cyber-risks.html>

ett intresse av att ha hundratals timmar av film uppladdat där förintelsen förnekas.

Det är dock omöjligt att förbise det faktum att plattformarna används för syften som kan ha potentiellt katastrofala följder. Har man i sådant fall ett ansvar att se till att visst innehåll tas bort, och om man landar i att så är fallet, hur estimerar vi kostnaderna som står runt hörnet i form av att faktiskt implementera mekanismerna för att säkerställa att man inte har vilket innehåll som helst? Vad är kostnaderna för stämningarna som kommer att komma om man misslyckas med att upprätthålla ett "ok" innehåll? Och slutligen, vem definierar vad som är "ok" innehåll? Mer subtilt utnyttjade av plattformarna av utländska aktörer i form av påverkan på den allmänna opinionen baserat på kontroversiellt politiskt innehåll är också en tydlig drivkraft i diskussionerna

kring att potentiellt göra plattformarna mer ansvariga.

Hur man än vrider och vänder på ämnet så tror vi att lagstiftare i framtiden kommer göra tech-bolagen åtminstone delvis ansvariga för att städa upp innehållet på sina plattformar. En bra liknelse är att vi idag har långtgående lagar kring penningtvätt och finansiering av terrorism. Transaktioner som sker via en banks plattform är banken skyldiga att ta ansvar för. Rimligen borde liknande krav ställas på tech-bolagen. I skrivande stund, den 11 januari, så har både Facebook och Twitter agerat på sina plattformar i samband med scenerna på Kapitolium i Washington DC. Intressant utveckling som pekar på att det finns ett stort tryck på bolagen från flertalet samhällsintressenter när det kommer till dessa frågor.



I skrivande stund, den 11 januari, så har både Facebook och Twitter agerat på sina plattformar i samband med scenerna på Kapitolium i Washington DC.



Vi ser verkligen fram emot utvecklingen av diskursen kring tech-bolagen under 2021 och vad lagstiftare runtom i världen kommer välja att göra. Detta är komplicerade ämnen som innebär risker. Risker som vi kan kategorisera som "gråa svanar" – det är möjligt att observera dem, men väldigt svårt att sätta ett pris på, mer än att vi kan konstatera att det kan resultera väldigt höga kostnader (till skillnad från en svart svan, som är omöjlig

att observera innan den inträffar).

Att bolagen inser riskerna är uppenbart på båda sidorna av Atlanten. New York Times har en bra följetong kring lobbyingverksamheten från tech-bolagen som ökar var varje år både i omfattning och resurser för den intresserade⁵. I artikeln nämns det att pengar som spenderas på lobbying från tech-bolagen i Bryssel är ojämförliga med andra bolag/branscher. Vi rekommenderar den

⁵ <https://www.nytimes.com/2020/12/14/technology/big-tech-lobbying-europe.html>

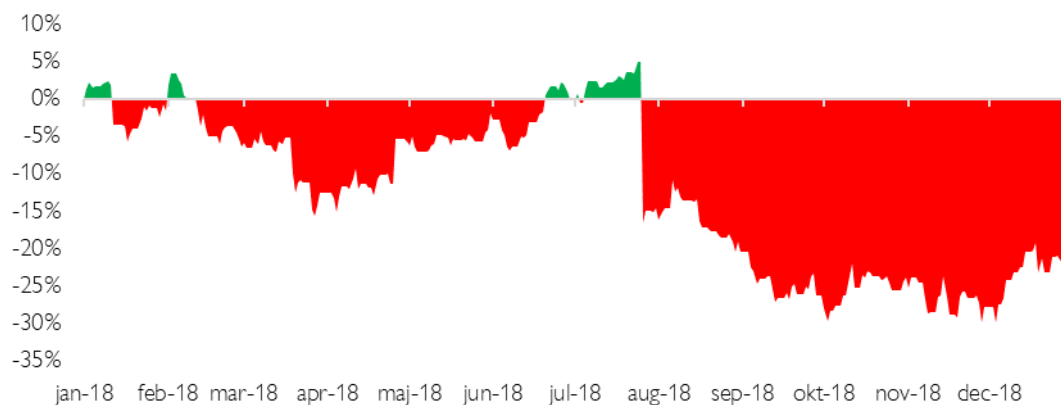
varmt till den som önskar fördjupa sig ytterligare i ämnet.

I Q2 2018 hördes Facebook av senaten i USA med anledning av Cambridge Analytica-skandalen under valet 2016 och detta sammanföll med att EU:s GDPR-lagstiftning trädde i kraft (Q2 2018). I sin Q2-rapport kom Facebook ut med mindre användar-, och försäljningstillväxt (-0,74 % enligt Bloomberg) än vad marknaden räknat med samt högre kostnader till följd av GDPR. Missen på användar-, och försäljningstillväxten var

försumbar, men man började extrapolera minskad användarbas tillsammans med högre kostnader, vilket inte är en rolig situation för en aktieägare. Vi hävdar dock att det är mer osäkerheten i situationen som definierade den relativt dramatiska underavkastningen relativt S&P Information Technology-indexet under 2018.

Vi ser en risk i att det kan finnas ett flertal gråa svanar där ute för tech-bolagen i år igen med stort utrymme för osäkerhet

FB - S&P INFO TECH



Stockholm 2021-01-13



Emir Borovac, CFA
Hållbarhetsansvarig

Cliens Kapitalförvaltning

CLIENS KAPITALFÖRVALTNING AB

Birger Jarlsgatan 33, 3 tr
111 45 Stockholm

Växel: 08-506 503 90

Fax: 08-506 503 99

E-post: info@cliens.se