



GÖTEBORGS UNIVERSITET
HANDELSHÖGSKOLAN

Att vara eller inte vara, hållbar.

En analys av sambandet mellan hållbarhet och prestanda inom hållbara fonder på den svenska fondmarknaden

Författare

Adam Lundquist - 970502

Daniel Pettersson - 831204

Handledare

Anders Sandoff

VT2020

CORPORATE SUSTAINABILITY/INDUSTRIELL & FINASIELL EKONOMI

Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet
Företagsekonomiska institutionen

Sammanfattning

Andelen svenskar som sparar i hållbara fonder har under det senaste decenniet ökat exponentiellt och det är idag en tredjedel av svenska investerare som placerar sina pengar i hållbara alternativ.

I samband med en ökad efterfrågan på hållbara fonder har också frågan om hur hållbarhet påverkar fondens prestanda blivit central. Tidigare studier har diskuterat huruvida avkastningen skiljer sig mellan hållbara och traditionella fonder men olika studier drar olika slutsatser.

Anledningen till att resultaten inte varit mer entydiga tror flera akademiker kan bero på att det inte finns tillräckligt med information kring vad en hållbar fond faktiskt är, olika typer av hållbara fonder tar hänsyn till olika kriterier och därför går det inte att kategorisera dessa som en kategori vid analys.

Studien samlar och utvecklar samtliga kriterier kopplade till hållbarhet som finns på svenska fondmarknaden i ett analytiskt ramverk. Detta tillåter en jämförelse mellan olika fonder utefter samma kriterier för att kunna analysera huruvida fonderna skiljer sig i *nivå* av hållbarhet. Att analysera de olika fondernas nivå av hållbarhet tillåter författarna att vidare analysera sambandet mellan hållbarhet och prestanda. Studien analyserar ett urval av 107 fonder på den svenska fondmarknaden som jämförs mot det analytiska ramverket. Resultaten påvisar att Svanenmärkta fonder, Låg CO2-risk fonder, fonder som av Morningstar erhållit fem glober samt Nyckelordsfonder har en högre nivå av hållbarhet och att dessa investeringar varken kostar mer, är mer risktagande eller leder till en lägre avkastning än resterande fonder. Det gör således att en kombination av investerarnas intresse att skapa avkastning och samhällets intresse där hållbarhet ligger i fokus är möjlig.

Nyckelord:

Hållbara fonder, socially responsible investing, riskjusterad avkastning, risk, avgift, Morningstar, Svanen, Hållbarhetsprofilen.

Innehållsförteckning

| | |
|--|----|
| 1 Introduktion | 1 |
| 2 Problemdiskussion | 2 |
| 2.1 ESG and Financial Performance | 6 |
| 2.2 Does Corporate Social Responsibility (CSR) Affect Mutual Fund Performance and Flows? | 7 |
| 2.3 Does Sustainability Score Impact Mutual Fund Performance? | 7 |
| 2.4 Do “Good Guys” Finish Last? | 8 |
| 2.5 Sammanfattning av tidigare litteratur | 9 |
| 2.6 Forskningsfrågor | 10 |
| 2.7 Syfte | 10 |
| 3 Metod för framtagandet av analytiskt ramverk | 11 |
| 3.1 Val av metod | 11 |
| 3.1.1 Svagheter och styrkor semistrukturerade intervjuer | 12 |
| 3.2 Intervjuernas upplägg och genomförande | 12 |
| 3.2.1 Intervju med respondent från Skandia | 13 |
| 3.2.2 Intervju med respondent från Svanen | 13 |
| 3.2.3 Intervju med respondent från Morningstar/Sustainalytics | 13 |
| 3.3 Utvärdering av kvalitativa intervjuer | 13 |
| 4 Studiens referensram | 14 |
| 4.1 Morningstar Sustainability Rating | 14 |
| 4.2 Låg CO2-risk | 15 |
| 4.3 Svanenmärkning | 16 |
| 4.3.1 Exkludering | 17 |
| 4.3.2 Inkludering | 17 |
| 4.3.3 Transparens | 17 |
| 4.4 Analytiskt ramverk | 17 |
| 4.4.1 Hållbarhetsindikator | 18 |
| 4.4.2 Betyg i sin kategori | 18 |
| 4.4.3 Negativ klimatpåverkan | 19 |
| 4.4.4 Positiv klimatpåverkan | 20 |
| 4.4.5 Exponering mot kontroversiella branscher | 20 |
| 4.4.6 Indelning i percentiler | 21 |
| 4.5 Viktning från respondenter | 21 |
| 4.6 Framställt analytiskt ramverk | 22 |

| | |
|---|-----------|
| 4.7 Jämförelsepoäng | 22 |
| 5 Metod för applicering av det analytiska ramverket | 22 |
| 5.1 Metodval och avgränsningar | 23 |
| 5.2 Urval och datainsamling | 24 |
| 5.3 Reliabilitet och validitet i kvantitativ insamling | 26 |
| 5.4 Statistiska tester och signifikansberäkningar | 27 |
| 5.4.1 T-test | 28 |
| 5.4.2 Linjär regression | 28 |
| 5.4.3 Kendalls tau-test | 28 |
| 5.5 Finansiella begrepp och mått | 29 |
| 5.5.1 Portföljavkastning | 29 |
| 5.5.2 Risk | 30 |
| 5.5.3 Risk-justerad avkastning | 31 |
| 6 Resultat | 31 |
| 6.1 Finns det mer och mindre hållbara, hållbara fonder? | 32 |
| 6.2 Påverkar nivån av hållbarhet i en fond dess avkastning? | 34 |
| 6.3 Påverkar nivån av hållbarhet i en fond dess risk? | 36 |
| 6.4 Påverkar nivån av hållbarhet i en fond dess avgift? | 37 |
| 7 Analys & Diskussion | 38 |
| 7.1 Finns det mer och mindre hållbara, hållbara fonder? | 38 |
| 7.2 Påverkar hållbarhet fondens avkastning, risk och avgift? | 40 |
| 8 Slutsats | 43 |
| 9 Praktiskt bidrag, begränsningar och framtida studier | 44 |
| 10 Slutord | 45 |
| 11 Bibliografi | 46 |

1 Introduktion

”Hållbar utveckling är en utveckling som tillfredsställer dagens behov utan att äventyra kommande generationers möjligheter att tillfredsställa sina behov.” Så definierade Norges dåvarande statsminister Gro Harlem Brundtland, hållbar utveckling. För att främja en hållbar utveckling har FN, tillsammans med 193 medlemsländer lagt fram Agenda 2030. Agendan består av 17 olika delmål som ska nås före 2030. Syftet med målen är att avskaffa extrem fattigdom, minska orättvisor i världen, främja fred och rättvisa samt att lösa klimatkrisen (UNDP, 2020).

Året är 2020 och om tio år ska Agenda 2030 ha uppnåtts. Sverige står inför en stor utmaning med höga krav på en omställning mot ett mer hållbart samhälle. Att fler svenskar har reagerat på situationen och börjat utveckla ett gediget hållbarhetstänk blir tydligt i den senaste hållbarhetsrapporten av Svensk Handel (2018). Andelen konsumenter som anser att hållbarhet är en viktig parameter inom svenska företag har växt till fyra av fem konsumenter det senaste året och andelen företag som aktivt jobbar med hållbarhet är närmare 85 procent (Svensk Handel, 2018). Utöver att vi som privatpersoner kan uppmuntra företag att arbeta mer hållbart så kan vi även minska vårt egna klimatavtryck på flera olika sätt, vi kan till exempel äta mindre kött, resa med mer miljövänliga alternativ och köpa lokala produkter för att slippa utsläpp från långa transportkedjor, varav alla är kopplade till vår konsumtion (Svensk Handel, 2018). Det finns dock ytterligare ett perspektiv som behöver belysas, vårt sparande. Sparandet spelar en stor roll på vårt klimatavtryck och enligt en studie gjord av Swedwatch (2015) så motsvarar växthusutsläppen som skapas indirekt genom svenskt sparande cirka åtta ton koldioxid per person & år. Det är ett klimatavtryck som nästan är lika stort som de nio ton per person & år som släpps ut till följd av vår konsumtion (Naturvårdsverket, 2019).

Men det finns sätt att spara mer hållbart och därigenom reducera vårt klimatavtryck, och det är genom att spara i mer hållbara fonder. Hållbara fonder tar hänsyn till huruvida deras innehav skadar miljö eller omgivning, och gynnar företag som aktivt arbetar med hållbarhet (InvestFAQ, 2019). Det kan till exempel handla om att fonden exkluderar företag från negativt påverkande branscher som alkohol, tobak, pornografi eller vapenindustri, en så kallad negativ-screening. I vissa hållbara fonder tar man ett ytterligare steg och inkluderar endast de företag som har ett

tydlig fokus på miljöfrågor och hållbar utveckling, en så kallad positiv-screening (InvestFAQ, 2019).

Sverige är världsledande när det gäller att spara i fonder där åtta av tio svenskar har ett fondsparande och räknar vi dessutom med pensionssparandet så är alla i Sverige fondsparare (Fondbolagens förening, 2018). Genom att använda den insamlade informationen från Fondbolagens förening tillsammans med den rapport som Swedwatch lagt fram, som drar slutsatsen att det går att spara sex miljoner ton koldioxidutsläpp per person och år genom att placera i hållbara fonder, blir det tydligt att svenska investerare tillsammans kan göra stor skillnad genom att investera i mer hållbara fonder.

2 Problemdiskussion

Med sitt fondsparande vill investerare vanligtvis erhålla en så hög avkastning som möjligt till en så låg risk som möjligt vilket lett till en lång diskussion kring sambandet mellan hållbarhet och avkastning. Det finns i dagsläget tre centrala uppfattningar kring hur investeringar i hållbara fonder påverkar dess avkastning. En uppfattning är att en ökad hållbarhet påverkar fondens avkastning negativt, den andra uppfattningen är att fonden istället påverkas positivt. Den tredje uppfattningen argumenterar för att hållbarhet påverkar fonden avkastning varken negativt eller positivt.

Motståndare till hållbara fonder menar att tillämpning av icke-ekonomiska överväganden såsom implementering av hållbarhetskriterier, till exempel exkludering av negativt påverkande branscher måste resultera i en lägre avkastning, eftersom antalet branscher som fonden kan investera i minskar. Motståndare till hållbara fonder baserar sina argument på en teori kallad modern portföljteori som populariserats av nationalekonomen Harry Markowitz på 50-talet (Markowitz, 1952). Teorin förklarar hur investerare kan bygga en portfölj som erhåller den högsta möjliga avkastningen utifrån en viss nivå av risk. Detta möjliggörs genom att äga flera tillgångar inom olika marknader och branscher, då detta leder till en minskad förväntad risk samtidigt som avkastningen håller sig på samma nivå. Utifrån Markowitz teori borde investerare diversifiera sin portfölj så mycket som möjligt för att erhålla den högsta möjliga avkastning till en lägre risk (Markowitz, 1952).

Förespråkare av hållbara fonder menar istället att trots att hållbara fonder exkluderar negativt påverkande branscher så erhåller hållbara fonder andra fördelar som väger upp för den minskade möjligheten att fullt diversifiera sin portfölj. Den teori som argumentet baseras på kallas intressentmodellen (Freeman & Harrison, 1999) och menar att företag som implementerar en högre nivå av hållbarhet ofta är kapitalstarka och branschledande företag som erhåller en högre avkastning än deras konkurrenter. Således kan hållbara fonder exkludera företag som påverkar omvärlden negativt vilket minskar möjligheten till att diversifiera men att den skillnaden i avkastning mellan hållbara och icke hållbara företag mer än kompenserar för detta vilket leder till en högre avkastning i hållbara placeringar (Freeman & Harrison, 1999).

Den tredje och sista uppfattningen är att det inte bör finnas några signifikanta skillnader i avkastning mellan hållbara och traditionella fonder. Argumentet baseras på vad som senare kommit att kallas Rolls kritik. Richard Roll (1977) menar att det är omöjligt att uppnå en helt diversifierad portfölj, eftersom portföljen måste omfatta en del av varje tillgång i världen (Richard Roll, 1977). Med hjälp av detta argument, kan det hävdas att de hållbara fondernas oförmåga att helt diversifiera en portfölj inte kommer att resultera i någon betydande negativ effekt på resultatet, eftersom ingen fond har den förmågan. Enligt denna uppfattning behöver inte investeraren göra ett val mellan samvete och plånbok, utan kan kombinera dessa i en och samma investering.

Emma Sjöström (2011) har i en artikel analyserat 21 svenska studier mellan 2008 och 2010 där man studerat den riskjusterade avkastningen för hållbara och traditionella fonder. Sju av studierna påvisade inte någon skillnad mellan de två, fem studier hittade att hållbara fonder gav högre avkastning och två studier indikerade att de traditionella fonderna gav högre avkastning (Sjöström, 2011). Men ingen konsensus huruvida hållbara fonder presterar sämre, lika bra eller bättre än traditionella fonder föreligger. Trots detta uppger en tredjedel av svenska investerare att de inte investerar i hållbara fonder för att det skulle innebära en lägre avkastning (Fondkollen, 2018).

Om hållbara fonder resulterar i en lägre avkastning, kommer hållbara fonder köpas av investerare med en starkt moralisk kompass som inte vill investera i "smutsiga" branscher. Investeraren accepterar således en lägre avkastning för att till exempel påverka vårt klimatavtryck positivt. Om en ökad hållbarhet i en fond resulterar i högre avkastning så borde investeringar i hållbara

fonder bli den nya normen. Investerarare som tidigare inte investerat hållbart kommer sakta implementera mer hållbarhet i sina fonder för att öka sin avkastning. Om nivån av hållbarhet varken påverkar fondens avkastning positivt eller negativt kommer investerare kunna investera i hållbara fonder som påverkar vår omvärld positivt, utan att uppoffra avkastning¹. Med en 40-års lång diskussion kring hur hållbarhet påverkar en fonds avkastning och med Agenda 2030 knappt tio år bort, är det dags att en gång för alla klargöra hur hållbarhet påverkar en fonds avkastning.

En genomgång av tidigare studier gör det uppenbart att ett av de största hindren är bristen på ett tydligt ramverk för att mäta hållbarhet. En av de mest omnämnda studierna inom ämnet skriven av Statman & Glushkov (2009) nämner följande: "There is a lack of clearly defined criteria to distinguish mutual funds as "socially responsible", and this results in inconsistently applied classifications that make it difficult to measure the performance of socially responsible funds." Citatet beskriver vad många anser vara ett globalt problem på fondmarknaden; information som utgivare av hållbara fonder presenterar är inte tillräcklig och även den svenska fondmarknaden omfattas av detta problem. Amanda Broomé (2012) förklarar i en artikel att anledningen till att forskningen kring hur hållbara fonder presterar i form av avkastning och risk inte kommit längre, beror på en avsaknad av standardiserade riktlinjer för hållbara fonder. Därför blir en analys av de hållbara fondernas avkastning, kategoriserade som en grupp, inte relevant då de olika fonderna är divergerande i många aspekter (Broomé, 2012).

Vi uppfattar att det finns två problem på den svenska fondmarknaden som vår studie vill belysa. Det finns idag ingen konsensus kring metod för att mäta nivån av hållbarhet i en fond och att detta leder till att frågan kring hur hållbarhet påverkar fondens avkastning inte kunnat besvaras. Detta är ett hinder för investerare att ta ett välgrundat beslut som passar deras preferenser. För att tydliggöra det rådande forskningsläget och även de problem som tagits upp i problemdiskussionen följer nu ett axplock av de främsta studierna som undersökt sambandet mellan hållbarhet och ekonomisk prestanda. Utöver att bidra med en nulägesanalys inom ämnet kommer de tidigare studierna även bidra till utformningen av de frågeställningar som studien ämnar att besvara.

¹ Respondent 3, Skandia. Intervju 2020-03-04

2.1 ESG and Financial Performance

En metastudie av Friede, Busch och Bassen (2015) har samlat in data från 2200 studier mellan åren 1970 och 2015 som avhandlar sambandet mellan arbete med ESG-kriterier och Corporate Financial Performance (CFP). ESG är ett begrepp som beskriver vilka aspekter kopplade till miljö (Environment), arbetsförhållanden (Social) och affärsetik (Governance) som beaktas i företaget (Nordea, 2020). Corporate Financial Performance är ett mått på hur väl ett företag använder sina tillgångar från sin primära verksamhet för att generera intäkter (Investopedia, 2019). Författarna har i arbetet använt sig av siffror hämtade från hemsidan CSRHUB för att beräkna en fonds nivå av hållbarhet. Det är en oberoende leverantör som räknar ut en hållbarhetspoäng för enskilda innehav i en fond (CSRHUB, 2019). Metastudien har analyserat CSR-poäng för samtliga fonders innehav och beräknat ett snittpoäng. CSR-poäng förklarar en fond eller innehavs arbete inom hållbarhet och delas på CSRHUB upp i fyra delar, hållbarhetsarbete för samhället, medarbetare, miljö och inom företagets egna bolagsstyrning (CSRHUB, 2019). Poängen är en skala mellan 0-100 där 100 är det högsta betyget som kan erhållas. Om en fond till exempel investerar i tre företag som fått betygen 90, 95 och 100 blir således fondens CSR-betyg $(90+95+100)/3 = 95$.

Författarna konkluderar i sin studie att det finns flera positiva anledningar för fondbolag att förhålla sig till ESG-kriterier vid investeringar, 90 procent av studierna hittar en icke-negativ CFP-ESG-relation, och majoriteten av studierna påvisar signifikant positiva resultat. Författarna fortsätter förklara att den positiva effekten implementering av ESG-kriterier bidrar med, är stabil över tid.

2.2 Does Corporate Social Responsibility (CSR) Affect Mutual Fund Performance and Flows?

Den andra studien skriven av Ghoul och Karoui (2017) undersöker sambandet mellan hållbarhet, avkastning och risk. Studien analyserar 2168 fonder på den amerikanska fondmarknaden och undersöker huruvida CSR påverkar avkastning och flödet av avkastning, det vill säga förmågan att konsekvent leverera avkastning över eller under index. I studien har samtliga fonders innehav analyserats i förhållande till hållbarhet, detta för att undvika att göra för stora grupperingar som

senare kan leda till missvisande resultat. Författarna har utifrån en egen intervjumall hållit strukturerade intervjuer för att med svaren kunna bedöma urvalets nivå av hållbarhet.

Författarna finner ett negativt samband mellan hållbarhet och avkastning. Således kommer en ökad nivå av hållbarhet inom en fond bekostas med en sänkning i dess avkastning. De empiriska resultaten visar även att fondens volatilitet minskar med en ökad grad av hållbarhet. Många andra egenskaper som kapitalflöden, storlek på tillgångar under förvaltning, omsättning och antal aktier försämras med en ökad grad av hållbarhet. Författarna konkluderar att de till och med lyckats förutspå att en ökad hållbarhet inom en fonds innehav kommer att påverka avkastningen negativt då de hittat en negativ, ett års försenad prestandakoefficient för företag som involverat hållbarhet i sitt arbete mer än andra. Författarna förklarar deras resultat med hjälp av en studie skriven av Borgers et al. (2015), som visar att fonder med högre exponering mot kontroversiella branscher, visar högre riskjusterad avkastning.

2.3 Does Sustainability Score Impact Mutual Fund Performance?

Studien av Duran-Santomill et al. (2019) använder sig av Morningstars Sustainability-betyg för att bedöma en fonds nivå av hållbarhet. Studien inkluderar hållbarhetsbetyg från Morningstar mellan 2016 till 2018 där cirka 1690 fonder innefattas. Analys gjordes på samtliga fonder där variabler som nivå av hållbarhet, storlek, avkastning i form av alfa och sharpe-kvot, variation (risk) och företagets ålder har inkluderats i beräkningarna. Efter detta delades fonderna in i två grupper, en grupp under medel i förhållande till hållbarhet (fonder med lägre än tre av fem glober i betyg) och en grupp som ligger ovanför medelvärdet (fonder över tre av fem glober i betyg) för de 1690 fonderna.

Resultaten visar att nivån av hållbarhet har en negativ påverkan på avkastning. Alfa, Sharpekvoten och nettoavkastning är alla negativa i den grupp som ligger över medelvärdet för hållbarhet i jämförelse med den andra gruppen som låg under medelvärdet. Resultaten överensstämmer enligt författarna med idén att investerare betalar en premie för att investera i hållbara aktiefonder. Analysen av hur hållbarhet påverkar en fonds risk visar att hållbarhet har ett negativt samband med fondens standardavvikelse, vilket enligt författarna av studien påvisar och stödjer argumentet att en högre hållbarhet i fonder resulterar i bättre riskhantering med mindre volatilitet på marknaden.

2.4 Do “Good Guys” Finish Last?

Den fjärde studien skriven av Dolvin, Fulkerson och Krukover (2017) fokuserar på jämförelsen mellan fonder som marknadsför sig själva som etiska (i studien inkluderas fonder som har ordet “ethical/sustainable” i sitt namn) och fonder som fått tre eller fler glober av Morningstar.

Författarna undersöker 1853 fonder mellan januari 2012 och december 2016 på den amerikanska marknaden. Likt tidigare arbeten använder man sig av Alfa, Sharpe och Treynorkvoten för att beräkna riskjusterad avkastning. Författarna kategoriserar även fonderna i förhållande till risk.

Författarna kommer fram till två slutsatser. Den första slutsatsen som belyses är att det inte funnit en skillnad i den riskjusterade avkastningen mellan fonderna. Författarna hittar samtidigt ett samband mellan fondernas nivå av hållbarhet och storleken på fondernas innehav. Högre betyg ges sällan ut till fonder som placerar i mindre företag (i studien så kallade small-cap companies), vilket resulterar i en slutsats från författarna där investerare inom hållbara fonder inte helt kan skapa en diversifierad portfölj som matchar deras preferenser för risk, då få småbolag lyckats erhålla höga hållbarhetsbetyg. Den andra slutsatsen som författarna kommer fram till är att trots att avkastningen inte påvisas vare högre i hållbara fonder, så tjänar företagen som skapar fonder på att kategorisera dessa som etiska. Resultatet liknar det resultat som studien “Do Investors Value Sustainability” av Hartzmark & Sussman (2019) fått fram, då det i båda studierna hittades samband mellan att fondbolagen marknadsför sina fonder som etiska samt ett mer stabilt kassaflöde till följd av en större efterfråga från investerare.

2.5 Sammanfattning av tidigare litteratur

Litteraturgenomgången ger oss tre insikter som kommer belysas. Den första insikten är att tidigare studier inte nåtts någon konsensus kring vilken påverkan en fonds nivå av hållbarhet har på dess avkastning. Två av studierna har fått fram att en högre nivå av hållbarhet påverkar fondens avkastning negativt, där en av studierna anser att detta beror på att fonder med högre exponering mot kontroversiella branscher visar högre riskjusterad avkastning (Ghoul & Karoui, 2017). I den andra studien anser författarna att det negativa sambandet mellan hållbarhet och avkastning beror på att fondbolagen tar ut högre avgifter för fonder med en högre nivå av hållbarhet (Duran-Santomill et al. 2019). Metastudien av Friede, Busch och Bassen (2015) menar

tvärtom att en högre nivå av hållbarhet i en fond påverkar avkastningen icke-negativt, det vill säga antingen bättre eller samma avkastning som fonder med en lägre nivå av hållbarhet. Friede, Busch och Bassen argumenterar inte för en specifik anledning till varför, men det nämns att detta kan bero på att de företag som implementerar en högre nivå av hållbarhet ofta är kapitalstarka och branschledande företag som erhåller en högre avkastning än deras konkurrenter (Friede, Busch & Bassen, 2015). Den sista studien av Dolvin et al. (2017) ser ingen skillnad i riskjusterad avkastning mellan fonder med en hög nivå av hållbarhet och fonder med en låg nivå av hållbarhet, men drar ingen vidare slutsats kring vad resultaten kan bero på.

Vår andra insikt utifrån tidigare studier är att det inte är klarlagt huruvida en högre nivå av hållbarhet påverkar fondens avgift. Att olika fonder har olika avgifter beror oftast på att fondbolagens olika administrativa kostnader, men även faktorer som huruvida fonden är aktivt eller inte aktivt placerad samt vilken placeringsinriktning fonden spelar roll för fondens avgift (Fondkollen, 2020). Duran-Santomill et al. argumenterar för att hållbara fonder kräver mer uppföljning och därför även kostar fondbolaget mer, vilket resulterar i att fondbolaget tar ut en högre avgift för dessa (Duran-Santomill et al. 2019). Vi anser att det finns få studier som analyserar förhållandet mellan förvaltningsavgift och hållbarhet och kommer därför inkluderas som en av studiens frågeställningar.

Den tredje insikten är att det finns skillnader i vad tidigare studier anser hända med en fonds volatilitet (risk) vid en ökad nivå av hållbarhet. Två av studierna får fram att en högre nivå av hållbarhet påverkar volatiliteten negativt, det vill säga minskar risken i fonden (Ghoul & Karoui, 2017, Duran-Santomill et al., 2019). Den tredje studien, skriven av Dolvin et al. (2017) finner att Morningstar sällan ger höga hållbarhetsbetyg till mindre fonder. Även fast detta inte påverkar en fonds volatilitet direkt, så leder det till att investerare som är intresserade av hållbarhet inte fullt kan diversifiera sin portfölj då småföretag sällan får höga hållbarhetsbetyg av Morningstar. Detta kan kopplas till Markowitz (1952) portföljteori där oförmågan att fullt diversifiera sin portfölj leder till en högre risk i fonden. Metastudien av Friede, Busch och Bassen (2015) har inte analyserat förhållandet mellan hållbarhet och risk.

2.6 Forskningsfrågor

De tre insikter som erhållits utifrån den tidigare litteraturen samt problemformulering har lett till att följande forskningsfrågor formulerats:

- 1) Finns det mer och mindre hållbara så kallade hållbara fonder?
- 2) Påverkar nivån av hållbarhet i en fond dess avkastning?
- 3) Påverkar nivån av hållbarhet i en fond dess avgift?
- 4) Påverkar nivån av hållbarhet i en fond dess risk?

2.7 Syfte

Studiens främsta syfte är att analysera sambandet mellan hållbarhet och prestanda på den svenska fondmarknaden. För att göra denna analys så får studien även ett delsyfte; att skapa ett analytiskt ramverk som möjliggör en bedömning av fondernas hållbarhet. Detta ramverk är tänkt att även kunna användas utanför denna studie som ett fristående hjälpmedel för att underlätta för investerare att hitta fonder som passar deras hållbarhetspreferenser.

3 Metod för framtagandet av analytiskt ramverk

Vi har valt att dela upp metoden i två steg. Det första steget behandlar vårt tillvägagångssätt för att få en konsekvent och transparent metod för bedömning av nivå av hållbarhet. När detta analytiska ramverk skapats kan vi sedan gå vidare med analys och besvarande av studiens huvudsyfte. Tillsammans med studiens respondenter från Skandia, Morningstar och Nordic Eco-label har vi skapat ett analytiskt ramverk för att möjliggöra en analys av hållbarhet. Ramverket kommer innehålla samtliga hållbarhetskriterier som går att hitta inom de olika hållbarhetsmärkningarna på den svenska fondmarknaden, viktade beroende på deras betydelse för fondens hållbarhet. I ramverket har respondenterna fått förklara vilka krav eller uppfyllanden som de ser som viktigast för att påvisa att fonden främst har investerat i företag med hög hållbarhet.

3.1 Val av metod

Studiens första del bygger på en kvalitativ metod. Bryman menar att metoden belyser hur människor uppfattar sin omvärld och verklighet (Bryman, 2008). Eftersom vi är intresserade av hur respondenterna uppfattar den hållbara fondmarknaden samt deras bedömningar av olika hållbarhetskriterier tycker vi att en kvalitativ insamling är mest lämpad i studiens första del. Intervjuerna sker i form av semistrukturerade djupintervjuer. Semistrukturerade djupintervjuer skapar enligt Bryman en avslappnad miljö för respondenterna vilket i studien passar bra då författarnas mening var att ha ett öppet samtal där respondenterna får utrymme att utveckla sina svar så mycket som möjligt (Bryman, 2008). Kvalitativa intervjuer används också till fördel när man vet lite i förväg om frågeställningen (Malterud, 2009). Detta passar studien då den hållbara fondmarknaden som tidigare beskrivits i problemdiskussionen är snårig med många motsägande teorier (se problemdiskussion, stycke 2). Forskningsprocessen i studiens första del är induktiv då vi på basis av våra iakttagelser och svar från respondenter försöker besvara vår första frågeställning (Bryman, 2008).

3.1.1 Svagheter och styrkor semistrukturerade intervjuer

Vid en undersökning som denna finns det både svagheter och styrkor med semistrukturerade intervjuer. En styrka med användandet av semistrukturerade intervjuer är att respondenterna blir mer involverade i intervjun. Respondenten har större möjlighet att utveckla sina tankar och åsikter, vilket leder till längre, mer utvecklade svar samt att respondenten också känner sig mer delaktig till studiens resultat (Patel & Davidson, 2003). Innan genomförandet av intervjuerna fick respondenterna ta del av intervjuunderlag, bestämma tid och plats för möte. Detta för att återigen få respondenten att känna att intervjun skedde på deras villkor (Bryman, 2008).

En svaghet med semistrukturerade intervjuer är att det krävs erfarenhet från den som ställer frågorna. I intervjuerna får inte egna värderingar speglas när frågorna ställs, och om frågor således är oklara och respondenten behöver förklaringar är det viktigt att intervjuaren håller sig objektiv och inte vinklar frågorna på något sätt (Bryman, 2008). En annan svaghet med intervjuerna var att vi inte tänkt ut tydliga följdfrågor, detta kan ha resulterat i att vissa av följdfrågorna tappat objektivitet. Bryman (2008) påpekar att kvalitativa intervjuer inte ska vara för strukturerade då detta ofta leder till kortare och mindre utvecklade svar. Därför ansågs det

bäst att löpande ställa icke-förutbestämda följdfrågor för att skapa diskussion. Men om samma kvalitativa intervjuer skulle göras om hade det inkluderats ett antal förutbestämda följdfrågor för att få mer jämförbara resultat.

3.2 Intervjuernas upplägg och genomförande

Intervjuerna bestod av två delar; den första delen av intervjun hade syftet att öka vår förståelse kring vilka kriterier som de olika hållbarhetsmärkningarna tar i beaktande samt vad dessa kriterier innebär. Den andra delen av intervjuerna gjordes för att tillsammans med respondenterna bygga upp det analytiska ramverket.

3.2.1 Intervju med respondent från Skandia

Den första intervjun bokades med en högt uppsatt person inom Skandia. Denna person kommer förbli anonym men är direkt involverad i de hållbara fonder som banken lanserar. Intervjun bokades för att få en överblick av Sveriges fondmarknad. Personen belyste positiva anledningar till att investera hållbart men även problem med fondmarknaden togs upp. Vidare diskuterades de olika hållbarhetskriterier som finns inom olika hållbarhetsmärkingar. Respondenten lämnade sin egen definition på kriterierna samt viktade dom i förhållande till hur stor påverkan dessa enligt hen har på en fonds hållbarhet.

3.2.2 Intervju med respondent från Svanen

Nästa intervju bokades med en av Svanens rådgivare för hållbara fonder, Per Sandell. Sandell har jobbat på Svanen i snart femton år och är en av totalt två rådgivare. Syftet med intervjun var att få fram vilka kriterier som Svanen använder sig av vid bedömning samt ta reda på om det enligt Sandell finns några kriterier på den svenska fondmarknaden som påvisar en högre nivå av hållbarhetsarbete.

3.2.3 Intervju med respondent från Morningstar/Sustainalytics

Vår tredje intervju bokades med med Morningstars redaktör, Jonas Lindmark. Tyvärr fick Lindmark förhinder och kunde inte medverka, men frågor skickades och besvarades genom mailkorrespondens. Intervjun blev därför strukturerad och frågorna som ställdes hade fokus på

vilka kriterier som Morningstar använder sig av när hållbara fonder bedöms och vilka kriterier som anses vara extra svåra att uppfylla. Information kring hur Morningstar bedömer sina fonder har kompletterats med Morningstars metodikblad.

3.3 Utvärdering av kvalitativa intervjuer

Antalet intervjuer var beroende på studiens omfattning och tid samt respondenternas förmåga och vilja att svara på frågorna. Två av totalt tre företag som gör hållbarhetsbedömningar för fonder utan att själva sälja dessa intervjuades, Morningstar och Svanen. Avanza hade inte tid att delta i en intervju. Men eftersom Avanza till största del mest samlar de olika hållbarhetskriterierna som redan finns bedömdes detta inte påverka vårt resultat signifikant. Av fondbolagen intervjuades ett av totalt 15 kontaktade, varav resterande 14 inte hade tid för en intervju. Dessa begränsningar kan ha kommit att påverka resultatet och intervjuer med fler personer kanske hade påverkat de viktningar som de olika kriterierna fick. En annan tydlig restriktion i intervjuerna var att det idag är få fondförvaltare som använder sig utav Morningstars olika mätvärden då dessa är mer riktade mot privata sparare. Detta blev tydligt i intervjuerna då de olika mätvärdena behövde förklaras grundligt vilket kan ha vinklat de resultat som erhållits i linje med våra egna tankar och åsikter.

4 Studiens referensram

Nedanför beskrivs de hållbarhetsmärknings som finns för hållbara fonder på den svenska fondmarknaden för att skapa förståelse för vilka märknings som finns samt vilka krav som ställs inom dessa. Efter det sammanfattas de hållbarhetskriterier som de olika hållbarhetsmärkningarna tar hänsyn till samt hur dessa viktats av respondenterna för att framställa det analytiska ramverk som senare i arbetet kommer användas för att bedöma fondernas nivå av hållbarhet.

4.1 Morningstar Sustainability Rating

Morningstar Sustainability Rating introducerades på den svenska fondmarknaden i augusti 2016 av Morningstar som är en oberoende leverantör av information och hållbarhetsanalyser (Morningstar A, 2019). Betyget använder sig av ett femglobssystem som indikerar huruvida en

fond ligger i den nedre änden (en jordglob), under genomsnittet (två jordglober), på genomsnittet (tre jordglober), bättre än genomsnittet, (fyra jordglober) eller i topp (fem jordglober) i förhållande till hållbarheten av dess innehav. Investerare hittar betyget direkt på Morningstars hemsida men det används på flera håll inom fondbranschen, t.ex skyltar ofta banker med sina hållbara fonder som fått höga betyg på deras egna hemsidor. Nya betyg ges ut och gamla betyg uppdateras varje månad (Morningstar A, 2019).

Metodiken bakom bedömningen delas in i två delar. Den första delen består av en sammanställning av ESG-poäng (Environmental, Social & Governance) för samtliga innehav i en fond och här förlitar sig Morningstar på Sustainalytics, som utvärderar de separata företagens arbete inom miljö, arbetsförhållanden och affärsetik². Sammanställningen resulterar i ett mätvärde som Morningstar kallar hållbarhetsindikator. Den andra delen består av en beräkning av företagets hantering av kontroverser. Dessa kontroverser inkluderar felhantering eller incidenter som påverkar miljön, samhället och i slutändan även företaget negativt, t.ex oljeutsläpp eller barnarbete (Morningstar A, 2019). Tidigare jämfördes betygen med andra företag inom samma bransch, men på senare år har Morningstar gjort betygen mer generella för att investerare ska kunna jämföra företag mellan olika branscher. Efter att ett innehav erhållit en ESG-poäng (mellan 0-100) subtraheras poängen med risken för kontrovers. När samtliga innehav i fonden analyserats och sammanslagits översätts poängen till glober (Morningstar A, 2019).

Enligt Morningstar så finns det en koppling mellan högre hållbarhetsbetyg och en högre kvalitet på fonden. Med kvalitet menar Morningstar att fonder som har fler jordglober (högre hållbarhet) är mindre volatila samt har en högre exponering mot ekonomiskt starka företag i fondens innehav vilket även påverkar fondens riskjusterade avkastning (Morningstar C, 2017). Om detta stämmer, återstår att se.

4.2 Låg CO2-risk

Låg CO2-risk är en annan hållbarhetsmärkning på den svenska fondmarknaden. Låg CO2-risk är likt Morningstar Sustainability ratingTM, utgiven av Morningstar med hjälp av Sustainalytics som gör beräkningarna (Morningstar B, 2020). Låg CO2-risk är ett mått på hur mycket koldioxid som

² Lindmark, Jonas. Redaktör på Morningstar. Mailkorrespondens 2020-05-07.

släpps ut av underliggande innehav i en fond. För att beräkna värdet använder sig Sustainalytics sig av två olika mått; "CO2-riskvärde" samt "nivå av exponering mot fossila bränslen". Låg CO2-risk skapades för att göra det lättare att hitta fonder vars innehav har lägre klimatrisk än ett globalt index (Morningstar B, 2020). Enklare uttryckt kan man betrakta CO2-risk som ett betyg på hur väl Sustainalytics tror att ett fond hanterar en ekonomi på väg mot striktare krav för klimatutsläpp. För att en fond ska kunna erhålla "låg CO2-risk" ska fondens genomsnittliga utsläppsvärde bland innehaven ligga under 10, dessutom måste den genomsnittliga exponeringen mot fossila bränslen ligga under 7 procent (Morningstar B, 2020).

4.3 Svanenmärkning

Syftet med Svanenmärkta fonder är att få investerarens sparande att flytta marknader, industrier och företag i en mer hållbar riktning³. En fond med Svanenmärket måste omfattas av UCITS-bestämmelserna (EU-direktiv om fondverksamhet), registreras för distribution i minst ett av de nordiska länderna och investera minst 50 procent av sina tillgångar i aktier, företags-skuld eller gröna obligationer som uppfyller vissa ytterligare kriterier⁴. Detta för att det är specifikt företag som Svanen indirekt vill påverka i en mer hållbar riktning⁵. Svanen har 25 stycken kriterier fonden måste uppfylla för att den ska tilldelas en svanenmärkning. Fonden ska använda sig av aktiv exkludering, inkludering och transparens. Sandell nämner i intervjun att många fonder lätt kan uppfylla några av dessa krav, men när man sätter sig och skriver krav måste det säkerhetsställas att det finns fonder som kan leva upp till samtliga kriterier⁶.

"Precis som man inte kan vara lite gravid så kan man inte vara lite svanenmärkt, antingen så är man det eller inte." - Per Sandell (2020)

Det är styrkan i Svanenmärkta fonder enligt vår respondent, det handlar inte bara om exkludering eller inkludering utan Svanenmärket upprätthåller en robusthet i fondbolagens interna rutiner, där

3 Sandell, Per; rådgivare på Svanen. Intervju den 2020-05-07

4 Sandell, Per; rådgivare på Svanen. Intervju den 2020-05-07

5 Sandell, Per; rådgivare på Svanen. Intervju den 2020-05-07

6 Sandell, Per; rådgivare på Svanen. Intervju den 2020-05-07

uppföljning är lika viktigt som bedömning⁷. De krav som en Svanenmärkt fond måste upprätthålla beskrivs nedanför.

4.3.1 Exkludering

Enligt Svanen (2020) får en svanenmärkt fond inte investera i företag som utvinner, förädlar eller producerar elektrisk energi från uran eller fossila bränslen. Fonden får inte heller investera i företag som inte uppfyller ILO:s grundläggande principer, kränker mänskliga rättigheter, orsakar allvarlig miljöskada eller är skyldiga till grov korruption. Vidare får fonden inte investera i företag som är involverade i tillverkning eller försäljning av kontroversiella eller konventionella vapen eller tobak (Svanen, 2020).

4.3.2 Inkludering

För att uppfylla Svanenmärkningens krav inom inkludering måste en nordisk Svanenmärkt fond ha genomfört en hållbarhetsbedömning (ESG-analys) för minst 90 procent av dess innehav. Investeringarna ska främst ske i företag med en stark hållbarhetsrating. Svanenmärka fonder skall även främja företag som är i övergång till en mer hållbar verksamhet. (Svanen, 2020).

4.3.3 Transparens

Kraven på transparens och ägande försöker påverka företag i en mer hållbar riktning. En nordisk Svanenmärkt fond kommer behöva offentliggöra en kvartalsrapport om samtliga innehav och publicera en resultatrapport varje år. Fonden skall även främja aktivt ägande och engagemang genom dialog och omröstning. (Svanen, 2020).

4.4 Analytiskt ramverk

De olika hållbarhetsmärkningarna tar hänsyn till en rad olika kriterier och mätvärden. Dessa har på ett lättillgängligt sätt samlats på Avanzas hemsida. Samtliga kriterier från Morningstar kommer användas i vårt analytiska ramverk som kompletteras av kriterier med fokus på inkludering och exkludering som Svanen i sina bedömningar främst använder sig av.

⁷ Sandell, Per; rådgivare på Svanen. Intervju den 2020-05-07

Tillsammans med respondenterna diskuterade vi de olika kriterierna för att komma fram till hur stor påverkan dessa har på en fonds hållbarhet. Nedanför beskrivs de olika hållbarhetskriterierna, från vilka hållbarhetsmärkningarna dessa är hämtade samt hur dessa viktats av respondenterna.

4.4.1 Hållbarhetsindikator

Morningstar Hållbarhetsindikator skapades 2017 och är en del i Morningstars Sustainability Rating, som är en skala mellan 0-100. Siffrorna räknas ut av Sustainalytics och baseras på företagets arbete inom miljö, arbetsförhållanden och affärsetik där en hög siffra indikerar dåligt hållbarhetsarbete (Morningstar, 2019). Vi anser att indikatorn ger en bra överblick över ett företags hållbarhetsarbete, dessutom är kriteriet jämförbart mellan olika branscher. Två av tre respondenter har viktat kriteriet som betydelsefullt för fondens hållbarhet (tabell 1, s19) och kriteriet kommer därför erhålla en femskalig poängindelning (-2 till 2).

4.4.2 Betyg i sin kategori

Betyg i sin kategori är en hållbarhetsmärkning skapad av Morningstar, och är en metod där investerare kan få en inblick i hur hållbar en fond är i jämförelse med andra fonder inom samma kategori. Kategoriseringen sker i förhållande till de olika innehavens storlek, inriktning samt geografiska placering (Morningstar E, 2019). Eftersom betyget är i förhållande till kategori kan fonder som erhållit samma hållbarhetsindikator få olika betyg i sin kategori beroende på hur bra de övriga fonderna inom jämförelsekategorin är. Detta kriterium tänkte vi från början exkludera då det är baserat på samma mätvärde som Morningstars hållbarhetsindikator. Men i en intervju nämndes det att kriteriet kan vara bra att inkludera i ramverket då ramverket inte tar hänsyn till inom vilka branscher som fonderna investerar. Kriteriet kan då komma att fungera som en buffert i ramverket där fonder som investerar i mer negativt påverkande branscher. Företag som går längre i sitt hållbarhetsarbete än andra företag i branschen får pluspoäng medan fonder som investerar i företag har ett sämre hållbarhetsarbete än snittet får minuspoäng⁹. Kriteriet inkluderas då många företag inom till exempel teknik och finans har låga utsläpp på grund av den bransch som dessa arbetar inom, därför används kriteriet för att inte ge dessa företag en fördel gentemot företag i mer miljöpåverkande branscher men som jobbar mer aktivt med att

⁸ Respondent 3, Skandia. Intervju 2020-03-04

⁹ Respondent 3, Skandia. Intervju 2020-03-04

reducera deras påverkan. Majoriteten av respondenterna har viktat kriteriet lågt (tabell 1, s19). Gränserna sätts så att de fonder som fått fyra eller fem glober får en poäng, de som fått tre glober får noll poäng och de som fått en eller två poäng får minus ett poäng. Poängindelningen blir således treskalig (-1 till 1).

4.4.3 Negativ klimatpåverkan

CO₂ - snittriskvärde är ett av de två kriterium som används i Morningstars Låg CO₂-risk. Det är ett mätvärde som räknas ut av Sustainalytics i tre steg. I det första steget analyseras hur stor del av verksamheten som är beroende av koldioxidutsläpp. I det andra steget gör Sustainalytics en analys kring de produkter och aktiviteter som kan antas komma att drabbas hårt av en hållbar omställning av samhället. I det sista steget gör Sustainalytics en bedömning kring hur väl de tror företagen kommer klara en eventuell omställning. De fonder som antas klara sig bättre får en låg poäng (Morningstar B, 2018). Exponering av fossila bränslen är den andra delen av hållbarhetsmärknigen Låg CO₂-risk. Även dessa siffror beräknas av Sustainalytics och presenteras av Morningstar. Det är en procentsats som indikerar hur många procent av fondens innehav som ligger placerade i fossila bränslen (Morningstar B, 2018).

De två ovanstående kriterierna; CO₂-snitt riskvärde och exponering av fossila bränslen har i det analytiska ramverket slagits ihop och kallas "negativ klimatpåverkan." Respondenterna bedömde de två kriterierna inom negativ klimatpåverkan enskilt. Vår respondent från Morningstar viktade två av kriterierna som betydande för en fonds hållbarhet. Vår respondent från Svanen var den enda som viktade båda kriterierna som icke betydelsefulla för fondens hållbarhet (tabell 1, s19). Sandell menar att många av dessa kriterier endast kollar på en liten del av hållbarhet och tycker därför inte att dessa har någon vidare betydelse för hållbarhet¹⁰. Svaren som erhöles från övriga respondenter gör att kriteriet viktas med en femskalig poängindelning (-2 till 2 poäng) då majoriteten anser att kriteriet har en betydelse för en fonds hållbarhet.

Under datainsamlingen noterades att "CO₂-snittriskvärde" helt saknades för vissa fonder på grund av att dessa hade ett för lågt analyserat innehav för att denna risk skulle kunna bedömas. För att hantera detta togs beslutet att räkna bort detta värde, det vill säga sätta det till noll, för de

¹⁰ Sandell, Per; rådgivare på Svanen. Intervju den 2020-05-07

berörda fonderna och sätta gränserna till två poäng för de fonder med ett värde under fem, en poäng för de med ett värde mellan fem och tio, minus ett för de med ett värde mellan tio och femton och minus två för de med ett värde över femton.

4.4.4 Positiv klimatpåverkan

Tre olika kriterier som Svanen i sina bedömningar lägger fokus på har hämtats från Avanza. Dessa tre kriterier mäter hur stor del av fondens innehav som ligger placerat i hållbara alternativ. Mätvärdena indikerar hur många procent av fondens innehav som placeras i företag som jobbar med att minska koldioxidutsläpp, att utveckla hållbara transporter samt framställa förnyelsebar energi. Innehav räknas med om dessa har en exponering av minst 0,1 procent inom varje sektor (Avanza C, 2020). De tre kriterierna slås ihop till en total procentsats. Respondenterna bedömde varje kriterium separat där majoriteten viktats till 1 (tabell 1, s19), men eftersom de tre kriterierna slagits ihop till ett, ansåg vi att delen bör viktas med en femskalig poängindelning (-2 till 2). Kriteriet ”minska koldioxidutsläpp” hade om det bedömts enskilt viktats med en femskalig poängindelning då majoriteten av våra respondenter bedömt kriteriet som viktigt (2), därför anser vi att den sammanslagna delen ”negativ klimatpåverkan” även denna bör bedömas som viktigt och mer påverkande än till exempel ”betyg i sin kategori.”

4.4.5 Exponering mot kontroversiella branscher

Exponering mot kontroversiella branscher är det sista kriteriet som hämtas från Morningstar. Kriteriet mäter en fonds exponering mot en mängd olika produkter, tjänster och affärsaktiviteter som anses vara kontroversiella. Kriteriet är en innehavsbaserad beräkning som görs av Sustainalytics på företagsnivå. Mätvärdet är en procentsats som indikerar hur många procent av fondens innehav som ligger placerade i kontroversiella branscher (Morningstar D, 2017). Majoriteten av respondenterna viktade i intervjuerna kriteriet som betydelsefullt för en fonds hållbarhet (tabell 1, s19) och kriteriet kommer därför få en femskalig poängindelning (-2 till 2).

4.4.6 Indelning i percentiler

I viktningen delas fonderna in i percentiler. För kriterier som erhållit en femskalig poängindelning görs en liknande indelning fast med fem olika percentiler istället för tre; 20:e percentilen, 40:e percentilen, 60:e percentilen och 80:e percentilen. Två minuspoäng tilldelas de

fonder som hamnar under 20:e percentilen, ett minuspoäng tilldelas de fonder över 20:e men under 40:e percentilen. Inga poäng ges till fonder som ligger mellan 40:e och 60:e percentilen. Medan fonder mellan 60:e och 80:e percentilen samt de fonder över 80:e percentilen tilldelas ett respektive två pluspoäng.

4.5 Viktning från respondenter

I viktningen har respondenterna bedömt hur väl de olika kriterierna förhåller sig till hållbarhet. Respondenterna har svarat med en etta eller tvåa, där "2" innebär att kriteriet har hög betydelse för en fonds hållbarhet och "1" innebär att även fast fonden fått full poäng i kriteriet så betyder det inte nödvändigtvis att fonden är hållbar.

Tabell 1: Respondenternas viktning av kriteriernas relevans

| | Negativ klimatpåverkan | | | | Positiv klimatpåverkan | | | Kontroversiella branscher |
|------------------------------|--|--|--|---|-------------------------------|------------------------------|-----------------------------------|---------------------------|
| | Morningstar hållbarhetsindikator (lägre bättre): | Morningstar hållbarhetsbetyg i sin kategori: | Morningstar CO2-snittriskvärde (max 10): | Morningstar exponering mot fossila bränslen | Hållbara transporter (Avanza) | Förnyelsebar energi (Avanza) | Minska koldioxidutsläpp: (Avanza) | |
| Per Sandell (Svanen) | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| Jonas Lindmark (Morningstar) | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 1 | 2 | 2 |
| Respondent från Skandia | 2 | 1 | 2 | 2 | 1 | 1 | 2 | 2 |

4.6 Framställt analytiskt ramverk

Tabell 2: Det analytiska ramverket med indelningar och poänggränser

| Del av analytiskt ramverk | Hållbarhets-indikator | Betyg i sin kategori | Negativ påverkan | | Positiv påverkan | | | Kontroversiella branscher |
|---------------------------|-----------------------|----------------------|--------------------|--------------------------|--------------------------|----------------------|---------------------|---------------------------|
| Kriterium | Hållbarhets-indikator | Betyg i sin kategori | CO2-snittriskvärde | Exponering mot fossila | Minska CO2 | Hållbara transporter | Förnyelsebar energi | Kontroversiella branscher |
| Poängindelning | -2 till 2 poäng | -1 till 1 | -2 till 2 poäng | | -2 till 2 poäng | | | -2 till 2 poäng |
| -2 poäng | Under 20e percentil | - | Över 15 | Fond under 20e percentil | Fond under 20e percentil | | | Under 20e percentil |
| -1 poäng | 20e < fond < 40e | Under tre glober | 10 < fond < 15 | 20e < fond < 40e | 20e < fond < 40e | | | 20e < fond < 40e |
| 0 poäng | 40e < fond < 60e | Tre glober | Värde saknas | 40e < fond < 60e | 40e < fond < 60e | | | 40e < fond < 60e |
| 1 poäng | 60e < fond < 80e | Över tre glober | 5 < fond < 10 | 60e < fond < 80e | 60e < fond < 80e | | | 60e < fond < 80e |
| 2 poäng | Över 80e percentil | - | Under 5 | Fond över 80e percentil | Fond över 80e percentil | | | Över 80e percentil |

4.7 Jämförelsepoäng

Som nämnts under negativ klimatpåverkan (4.4.3) utgick kriteriet "CO2-snittriskvärde" för vissa fonder. För att säkerställa att alla fonders hållbarhetspoäng var fortsatt jämförbara beslutades att det bästa sättet var att skala om varje fonds resultat med den maximala poäng denna fond skulle kunna få, det vill säga 11 om den hade ett angivet "CO2-snittriskvärde", annars 9, och multiplicera med 100. På detta sätt framställdes en skala från -100; sämsta möjliga betyg, till 100; högsta möjliga betyg. Denna poäng kommer hädanefter att benämnas jämförelsepoäng och vara utgångspunkten för alla undersökningar av skillnader i nivå av hållbarhet och övriga jämförelser.

5 Metod för applicering av det analytiska ramverket

Vi har nu utvecklat den metod som kommer användas för att bedöma de svenska fondernas hållbarhet. Vi kommer med hjälp av det analytiska ramverket som tagits fram, studera sambandet mellan en fonds nivå av hållbarhet och dess risk, avkastning och avgift. Delen ämnar besvara frågeställning två till fem (se frågeställning, 2.6, sida 9). Analysen är av kvantitativ karaktär då studiens återstående frågeställningar besvaras genom att samla in data från fonder på den

svenska fondmarknaden för att erhålla statistiskt signifikanta och kvantifierbara resultat vilket utgör grunden av en kvantitativ studie (Patel & Davidson, 2003). Studien är induktiv vilket innebär att det utifrån datainsamlingen dras slutsatser kopplade till frågeställningarna (Bryman, 2008). Eftersom studiens syfte var att undersöka sambandet mellan en fonds nivå av hållbarhet, risk, avkastning och avgift så behövdes även statistiska signifikanstest utföras för att avgöra om eventuella skillnader var tillräckligt stora eller konsekventa för att inte helt gå att förklara med slump (infovoice, 2003). Vidare förklaras de olika mått som i studien används för att beräkna risk och avkastning.

5.1 Metodval och avgränsningar

I studien har vi valt att göra ett stickprov av fondmarknaden då hela populationen är för stor. Vi måste därför använda oss av sannolikhetsteori för att dra slutsatser kring hela populationen utifrån vårt stickprov (SCB, 2001). Vi använder oss av signifikanstester för att ha möjlighet att dra våra slutsatser vilket kräver att studien har en definierad population från vilket ett representativt urval har gjorts, för att utifrån detta urval generalisera erhållna resultat till den bakomliggande populationen (SCB, 2001). Prestationsmått som används för risk och avkastning baseras på de senaste tre åren för att minimera risken att fonden ska ha hunnit ändra de olika kriterier kopplade till hållbarhet som fonden tar hänsyn till. Den kortare tidshorisonten tillåter oss även att samla ett större urval av fonder då många av de hållbara fonderna är relativt nya på den svenska fondmarknaden. I dagsläget (2020-05-01) finns det i Morningstars onlineregister 1222 fonder registrerade i Sverige. Av dessa har 513 fonder komplett information både vad gäller hållbarhetsbetyg i sin kategori och fondbetyg.

För att kunna säkerställa att utvald fonddata är representativ, av hög kvalitet och användbar i en svensk kontext ställdes följande avgränsningar upp för att en fond skulle inkluderas:

- Skall vara aktiefond och ej heller blandfond eller ren indexfond.
- Skall vara registrerad i Sverige, det vill säga ha ett ISIN som börjar på SE. Undantag har gjorts för CB Save Earth Fund och SEB Hållbarhetsfond Sverige som båda är Svanenmärkta fonder och uppfyller övriga krav.
- Skall vara tillgänglig för alla svenska investerare. Som indikator för detta används; “att fonden går att handla hos Avanza.”

- Skall ha funnits på marknaden sedan 2017-01-01. Detta datum valdes då Svanenmärkningen infördes under 2017 och året innan som Morningstars hållbarhetsbetyg infördes.
- Ha komplett data hos Avanza (2020-05-01) både vad gäller ekonomiska tal och hållbarhet.

5.2 Urval och datainsamling

Det första stickprovet som gjordes var att 40 stycken fonder, som uppfyller alla avgränsningar och krav om komplett data, slumpmässigt valdes ut för att etablera gränserna för våra percentilindelningar. Detta stickprov används istället för en totalundersökning av hela populationen, då data inte fanns tillgänglig i ett strukturerat format och krävde manuell handpåläggning för att kunna användas. Att göra de handpåläggningar för hela populationen hade blivit alltför tidskrävande för studiens tillgängliga tidsram.

Efter att ha etablerat gränserna som kommer användas för att beräkna hållbarhetspoängen för alla de undersökta fonderna gjordes stickprov, eller i vissa fall totalundersökningar, för kategorierna i punktlistan nedan. Stickproven togs fram genom att söka ut alla fonder som uppfyllde urvalskriterierna och sedan använda en slumpvalsgenerator för att välja ut vilka fonder att inkludera. Listan innehåller kort information angående storlek och förutsättningar för varje fondkategoris urval av fonder:

- Svanenmärkta fonder
 - Totalt finns 17 fonder i kategorin, men tre utgår då två är indexfonder och en inte hade komplett information
 - Totalundersökning av alla fonder som uppfyller avgränsningarna
 - Slutligt antal fonder i urvalet: 14 stycken
 - Inkluderas då Svanen är den enda tredjepartsmärkningen för fonder i Sverige som kräver en aktiv ansökan och även avgift till certifieringsorganet
- Nyckelordsfonder, det vill säga fonder med ett av följande nyckelord i namnet
 - Svenska: Hållbar, etisk, miljö, grön
 - Engelska: Sustainable, ethic, environment, green
 - Förkortningar: CSR, ESG

- Totalt finns 17 aktiefonder i kategorin men fem utgår då de inte funnits på marknaden tillräckligt länge och två då de inte fanns tillgängliga på Avanza
- Totalundersökning av alla fonder som uppfyller avgränsningarna
- Slutligt antal fonder i urvalet: 10 stycken
- Inkluderas då nyckelord i fondnamn länge var det enda sättet för en förvaltare att kommunicera hållbarhet till potentiella investerare och är idag det mest lättillgängliga sättet för en investerare att hitta hållbara alternativ, det finns dock inga formella krav eller tredjepartsutvärderingar för att kunna använda sig av ett nyckelord i namnet
- Fonder med Låg CO2-risk
 - Populationen för stor för en totalundersökning
 - Slutligt antal fonder i urvalet: 30 stycken slumpvalda fonder
 - Inkluderas då det inte finns några krav förutom de relaterade till utsläpp som fonden skall uppfylla och övriga hållbarhetskriterier inte bedöms
- Fonder som ej har Låg CO2-risk
 - Populationen för stor för en totalundersökning
 - Slutligt antal fonder i urvalet: 15 stycken slumpvalda fonder
 - Inkluderas för att undersöka effekten av Låg CO2-risk-märkningen
- Fonder från alla fem steg av Morningstars hållbarhetsbetyg i sin kategori
 - Planen var från början att ha ett stickprov på tio (en anpassning då tillräckligt strukturerad data inte fanns tillgänglig) fonder per steg, men då det för steg 1 och 2 inte fanns tillräckligt många fonder som uppfyller avgränsningarna beslutades att göra totalundersökningar för dessa och ett stickprov av tio fonder per steg för övriga steg
 - En glob har 5 stycken fonder i urvalet
 - Två glober har 6 stycken fonder i urvalet
 - Tre glober har 10 stycken fonder i urvalet
 - Fyra glober har 10 stycken fonder i urvalet
 - Fem glober har 10 stycken fonder i urvalet
 - Inkluderas på detta sätt då Morningstars hållbarhetsbetyg är de facto branschstandard

Data för de utvalda fonderna hämtades från avanza.se och morningstar.se. Totalt valdes 120 fonder ut för analys och av dessa var 107 stycken unika, de tretton resterande fonderna förekom i mer än en kategori. En justering gjordes av den insamlade datan när det kom till "Låg CO2-risk" eller ej. Då det noterades att det fanns stora skillnader i hur stor del av innehavet som var analyserat när det kom till CO2-risk så bestämdes att alla fonders "Innehav analyserat" skulle anses helt representativt för innehavet totalt och att fondernas "Exponering fossila bränslen" därmed skulle skalas om med den andel av innehavet som analyserats. Någon justering när det kom till "CO2-snittriskvärde" gjordes inte då detta värde bara angivits för de fonder med ett analyserat innehav på över 67 procent och en omskalning därmed inte skulle leda till ökad jämförbarhet. I övrigt gjordes inga justeringar av insamlad data.

5.3 Reliabilitet och validitet i kvantitativ insamling

De två begreppen reliabilitet och validitet är två begrepp som är av stor vikt i den kvantitativa insamlingen. Begreppen används för att dra slutsatser kring hur trovärdiga studiens resultat och tillvägagångssätt är. Reliabilitet beskriver tillförlitligheten av våra resultat och mätningar. När begreppet reliabilitet diskuteras används två olika begrepp "repetierbarhet" samt "interbedömarreliabilitet" (Bryman, 2008). Att studien har en repeterbarhet innebär att undersökningens resultat inte ska skilja sig om det görs om. Ska man till exempel mäta en persons längd där personen inte står still, kommer en upprepad mätning möjligtvis skilja sig på grund av att personen nu till exempel bytt fotfäste, och reliabiliteten i testet blir lågt. Begreppet interbedömarreliabilitet förklarar huruvida resultaten från studien blir desamma om en annan person vill utföra samma studie igen. En hög interbedömarreliabilitet antyder att oavsett vem som gör testet så kommer resultaten bli detsamma.

Studien omfattar ett tidsintervall på tre år, och den sekundärdata som är tagen från Morningstar och Avanza gällande avkastning och risk kommer förbli densamma oavsett när den samlas in. Däremot så förändras mätvärdena för hållbarhet. Endast de senaste mätvärdena för hållbarhet presenteras på Avanza och Morningstar och historisk data finns inte tillgänglig vilket leder till att fondernas hållbarhetspoäng kan skilja sig om studien görs om. För att maximera interbedömarreliabiliteten de olika kriterierna som används i studien beskrivits och vidare bifogat den kod som skrivits i Python (Bilaga, uppsatsberäkningar). Detta gör att andra forskare

kan använda sig av samma analytiska ramverk och data vi samlat för att upprepa studien. Enligt Bryman (2008) handlar validitet om hur relevanta våra mätningar är, det vill säga i hur hög grad som vårt prov mäter det vi vill mäta. Fondernas risk har analyserats utifrån måttet avkastningens standardavvikelse på årsbasis, samt SRRI som båda är vedertagna mått för volatilitet och risk. När avkastning analyserats har både portföljvinst och Morningstars fondbetyg använts, detta för att kunna analysera både total avkastning samt riskjusterad avkastning. Vidare gjordes signifikanstester för att resultaten inte skulle gå att bortförklaras av slump.

5.4 Statistiska tester och signifikansberäkningar

Utgångspunkten för de statistiska tester som används i denna studie är att ställa olika hypoteser mot varandra och undersöka om de håller eller inte. De hypoteser som ställs upp är:

$H_0 = \text{nollhypotesen} = \text{variablerna har inget samband}$

$H_1 = \text{alternativhypotesen} = \text{variablerna har ett samband}$

De statistiska testerna syftar sedan till undersöka hur sannolikt det är att de samband som ses mellan hållbarhet, avkastning, risk och avgift beror på slump eller inte. Om det är mindre än fem procents chans, vilket betecknas "p-värdet är mindre än 0.05", anses det att nollhypotesen kan förkastas och att resultatet är signifikant på nivån 0.05. Det är denna signifikansnivå som kommer användas för alla inkluderade statistiska tester. Tre olika statistiska metoder används för att kontrollera resultatens signifikans: t-test för att beräkna om olika fondkategorier skiljer sig åt sinsemellan vad gäller nivå av hållbarhet, linjär regression för att undersöka om och hur starka samband det finns mellan nivå av hållbarhet och fondprestanda-variabler, samt tau-test för testning när en variabel är kategorisk och ordinal.

5.4.1 T-test

Ett tvåsidigt t-test används för att avgöra om det föreligger skillnader mellan två populationer för någon utvald variabel eller om de med hänsyn till den undersökta variabeln kan anses vara lika (Wikipedia, 2020). I vår tillämpning kommer detta test användas för att avgöra om medelvärdet för jämförelsepoäng skiljer sig signifikant mellan de olika fondkategorierna, eller om de skillnader som kan ses är för små eller inkonsekventa för att det ska gå att säga att en fondkategori är mer hållbar än en annan utifrån den beräknade jämförelsepoängen. Då vi inte

ansätter att en viss fondkategori är mer hållbar än en annan kommer t-testet användas i sin tvåsidiga form. Detta test beräknas med hjälp av Python-paketet *researchpy* (version 0.2.2) och dess funktion *ttest*.

5.4.2 Linjär regression

Linjär regression är en metod för att bäst anpassa en rät linje till en uppsättning mätvärden där det finns oberoende variabler och en beroende med kravet att variablerna skall vara beskrivna enligt en kvotskala (Wikipedia, 2020). För att avgöra om den framtagna modellen har god förklaringsgrad används ofta R²-mättet och som signifikanstest för de oberoende variablerna påverkan används tvåsidigt t-test (Wikipedia, 2020). I vår tillämpning används denna metod för att avgöra om grad av hållbarhet, uttryckt i jämförelsepoäng, har ett samband med en fonds avkastning, risk eller den avgift som tas ut. Detta test beräknas med hjälp av Python-paketet *statsmodel.api* (version 0.11.0) och dess funktion *OLS*.

5.4.3 Kendalls tau-test

För att kunna göra en liknande analys som för linjär regression men för en beroende variabel som är ordinal blir grad av korrelation det som kan undersökas. Kendalls tau-test använder Kendalls tau, vilket är ett mått på korrelation, för att undersöka om denna korrelation är tillräckligt skiljd från noll för att vara statistiskt signifikant (Wikipedia, 2020). Kendalls tau använder sorteringsordningen för de båda undersökta variablerna och parvis jämförelse av alla mätvärden för att mäta om det finns en enighet mellan vilket mätvärde som har det största variabelvärdet för de båda variablerna och beräknas enligt följande:

$$\tau = \frac{(\text{antal eniga par}) - (\text{antal oeniga par})}{\binom{n}{2}}$$

Där nämnaren är binomialkoefficienten:

$$\binom{n}{2} = \frac{n(n-1)}{2}$$

Binomialkoefficienten beskriver hur många möjliga sätt det går att välja två par från n stycken par. Är det perfekt enighet i jämförelsen får tau värdet 1 och är det perfekt oenighet fås värdet -1.

Ju mer skiljt från noll tau är desto starkare är sambandet och tecknet avgör om det är positiv eller negativ korrelation (Wikipedia, 2020). I vår tillämpning används denna metod för att avgöra om grad av hållbarhet, uttryckt i jämförelsepoäng, har ett samband med en fonds riskjusterade avkastning eller risk. Detta test beräknas med hjälp av Python-paketet *scipy.stats* (version 1.4.1) och dess funktion *kendalltau*.

5.5 Finansiella begrepp och mått

För att kunna besvara studiens delsyfte där sambandet mellan nivå av hållbarhet, risk, avkastning och avgift ska analyseras kommer fyra mått att förklaras. Två mått används för att beräkna en fonds risk och två mått används för att beräkna fondens avkastning.

5.5.1 Portföljavkastning

I studien används två mått för avkastning, ett riskjusterat mått och ett icke riskjusterat mått. Anledningen till att två mått används är för att kunna förklara varför eventuella skillnader uppstår mellan nivå av hållbarhet och avkastning. I vår analys mellan nivå av hållbarhet och avkastning kan vi få fram tre olika resultat. Antingen presterar fonder med hög hållbarhet bättre, lika bra eller sämre jämfört med de med lägre hållbarhet. Därför används även riskjusterad avkastning för att vidare kunna analysera om den eventuella skillnaden i avkastning beror på risk eller enligt den teori som presenterats i intressentmodellen där företag som involverar mer hållbarhet i sitt arbete erhåller en högre avkastning. För att beräkna fondens avkastning utan hänsyn till risk används ett mått kallat Portföljavkastning. Portföljavkastning mäter total avkastning och beräknas genom en viktad summa av samtliga innehavs avkastning i en portfölj (Granitfonder, 2015). Följande formel används för att beräkna portföljavkastningen;

$$E(R_p) = \sum_i w_i E(R_i)$$

w_i = innehavets vikt i portföljen

R_i = innehavets avkastning i portföljen

5.5.2 Risk

En grundläggande idé inom finans är att om en fond, obligation eller aktie har en högre risk kommer den också att vara mer volatil, fonden förknippas därför med en högre potentiell avkastning eller en högre potentiell förlust. För att kunna kvantifiera risk inom finans är standardavvikelse en metod som används regelbundet. Det ger ett mått på den så kallade volatiliteten hos ett värde jämfört med dess historiska värde (Investopedia, 2020). En hög standardavvikelse indikerar större volatilitet och därför en högre risknivå. I arbetet kommer även ett riskmått som kallas SRRI-risk (Synthetic Risk & Reward Indicator) att användas. Måttet består av en skala mellan ett och sju där en högre siffra innebär en högre risk och baseras på fondens volatilitet de senaste fem åren (ESMA, 2010). Volatiliteten beräknas som standardavvikelsen i förhållande till fondens rullande veckoavkastning och fångar därmed bättre snabba förändringar som blir utjämnade på årsbasis. Värdet måste inkluderas i fondens fondfaktablad enligt krav från EU (ESMA, 2010). Indikatorn är en EU-standard och kan därför jämföras mellan fonder. Nedanför sammanfattas skalan i en tabell. Gröna värden indikerar en låg risk, gula värden indikerar att risken är medel och röd att risken är hög.

Tabell 3: SRRI-risk med gränsvärden

| SRRI-risk | Volatilitet i fondens värde under fem år |
|-----------|--|
| 1 | Mindre än 0,5 procent |
| 2 | Mellan 0,5 och 2 procent |
| 3 | Mellan 2 och 5 procent |
| 4 | Mellan 5 och 10 procent |
| 5 | Mellan 10 och 15 procent |
| 6 | Mellan 15 och 25 procent |
| 7 | Över 25 procent |

5.5.3 Risk-justerad avkastning

I studien kommer även fondbetyget som beräknats av Morningstar tas i beaktning. Fondbetyget är ett mått som undersöker hur en fond bestående av flera innehav har haft för avkastning i förhållande till risk (Morningstar F, 2020). Fondbetyget är normalfördelat vilket ger följande indelning: 5 stjärnor (5.0); 90:e percentilen, 4 stjärnor; 77.5:percentilen, 3 stjärnor; 50:e percentilen, 2 stjärnor; 22.5:e percentilen och 1 stjärna; 10:e percentilen i förhållande till avkastning. För att få ett betyg måste fonden funnits på marknaden de senaste tre åren och inte ändrat placeringsinriktning under dessa år (Morningstar F, 2020). Något som bör tas i beaktning vid analys av fondbetyget är att eftersom riskindikatorn tar hänsyn till osystematisk och systematisk risk ska fonderna som analyseras vara placerade inom samma marknad (Fondskolan, 2015). I denna studie används fondbetyget för att på ett godtagbart sätt kunna jämföra fondens risk-justerade avkastning trots skillnader i fondernas underliggande systematiska risk och avkastningsprofil.

6 Resultat

Studiens resultatdel ämnar besvara de frågeställningar som i 2.6 ställts. Varje fråga tas upp enskilt där vi presenterar de resultat som erhållits. Den första frågeställningen kring vilka kriterier som finns på den svenska fondmarknaden har besvarats i studiens första del. De frågeställningar som således återstår att besvara är följande;

- 2) Finns det mer och mindre hållbara, hållbara fonder?
- 3) Påverkar nivån av hållbarhet i en fond dess avkastning?
- 4) Påverkar nivån av hållbarhet i en fond dess avgift?

5) Påverkar nivån av hållbarhet i en fond dess risk?

6.1 Finns det mer och mindre hållbara, hållbara fonder?

Diagram 1 visar de jämförelsepoäng som tilldelats de olika fondkategorierna utifrån det analytiska ramverket. Diagrammet visar de olika fondkategorierna på x-axeln och vilken jämförelsepoäng fonden erhållit på y-axeln.

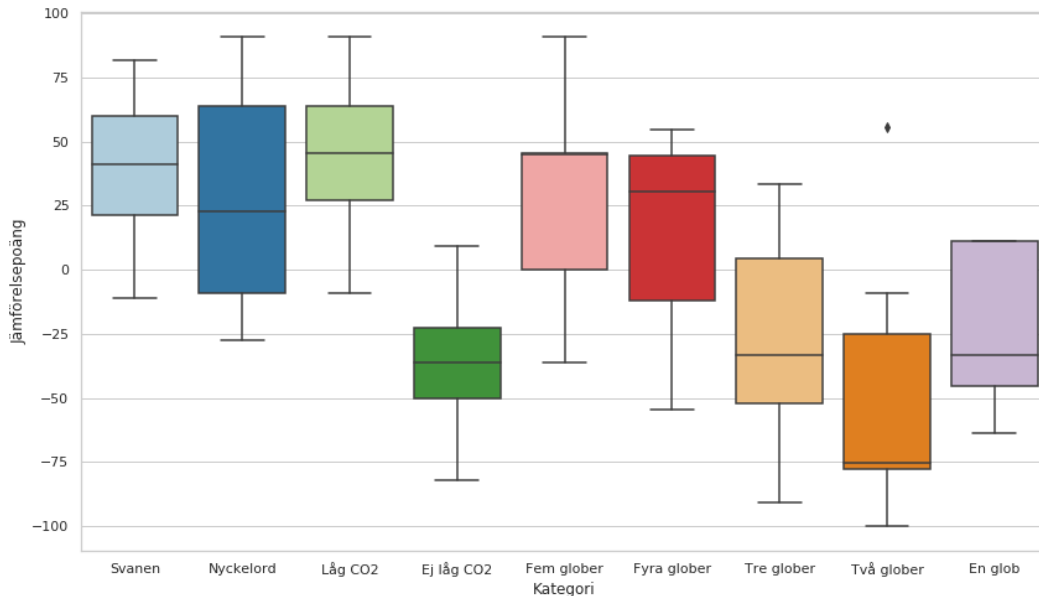


Diagram 1: Erhållen jämförelsepoäng från analytiskt ramverk för olika hållbarhetsmärkningar

Diagram 1 är ett lådagram vilket illustrerar kvantilfördelningen för varje fonds jämförelsepoäng. Det horisontella strecket i den färgade delen av varje låda markerar medianens placering. Ovan och undersidan av lådan är den 75:e, respektive 25:e percentilen och de horisontella strecken överst och underst markerar maximum och minimum. Den lilla romb som kan ses längst upp i bild för kategorin Två glober markerar en outlier i mätvärdena, det vill säga ett värde som avviker så pass mycket från övriga att det inte anses helt tillförlitligt. Då denna kategori endast innehåller sex fonder kommer alla fonders mätvärden inkluderas i alla analyser då det avvikande värdet anses tillföra viktig information om den potentiella spridningen i resultat för det analytiska ramverket. Sammantaget gör lådagrammet att det går att se mätvärdenas spridning och ger en bild av hur olika kategoriers fördelningar ser ut. Något som däremot inte går att utläsa ur ett lådagram är medelvärden, dessa återfinns istället nedan i diagram 2.

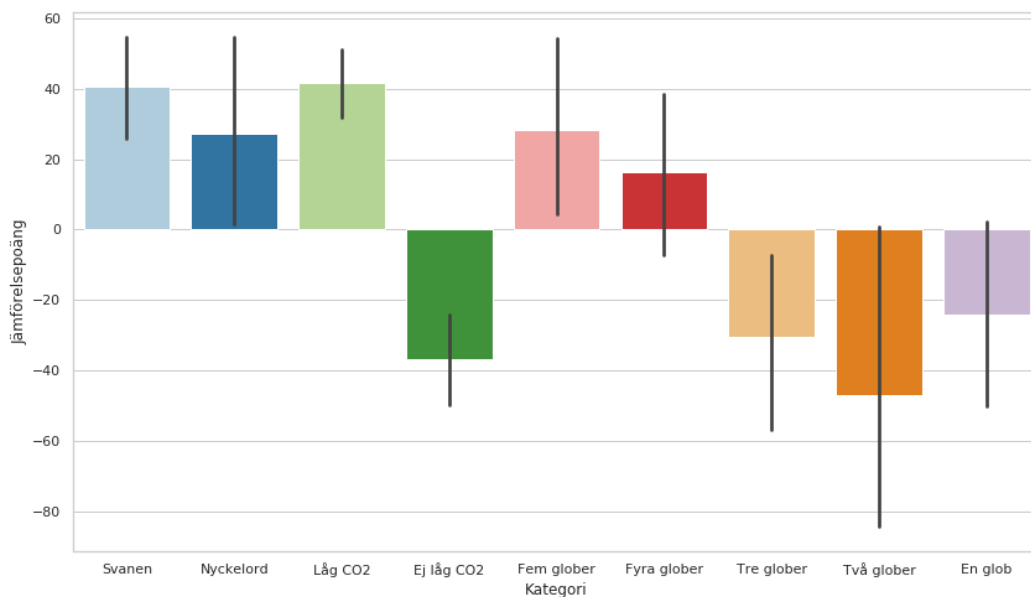


Diagram 2: Medelvärdet av varje fondkategoris jämförelsepoäng med 95 %-konfidensintervallet som lodräta streck.

Det högsta medelvärdet fick fondkategorierna svanen och låg CO2-risk med 40.57 respektive 41.69 poäng. Näst högst medelvärde fick fonder som erhållit fem glober av Morningstar och nyckelordsfonderna som fick 28.38 respektive 27.37 poäng i medelvärde. Därefter sker ett hopp ner till nästa fondkategori; fonder som fått 4 glober i Morningstar. Dessa hade ett medelvärde på 16.36 där ingen fond i fondkategorin fått över 54.55. Längst ner i poängskalan kommer fonder som har fått betygen; tre, två och en glob av Morningstar samt fonder som inte är Låg CO2-risk. Fonderna hade ett medelvärde mellan -24 och -47.

Resultaten ger oss en indikation på att det finns skillnader i hållbarhet mellan olika hållbara fonder. Genom att med hjälp av t-test parvis signifikantesta jämförelsepoängen för de olika fondkategorierna mot varandra visar resultaten om det finns statistiskt säkerställda skillnader. Resultatet visar att Svanenmärkta fonder, Låg CO2-risk fonder, Nyckelordsfonder samt fonder som erhållit fem glober av Morningstar är signifikant mer hållbara än fonder som inte är låg CO2-risk samt fonder som av Morningstar erhållit en till tre glober. Däremot hittades inga signifikanta skillnader sinsemellan de fyra fonder som erhållit högst betyg i det utvecklade ramverket. Inte heller påvisades några signifikanta skillnader mellan de fyra fonder som fick lägst poäng i ramverket; fonder som av Morningstar erhållit mellan en till tre glober samt fonder som inte har låg CO2-risk. De fonder som av Morningstar erhållit fyra glober var inte lika distinkt då det inte fanns signifikans för jämförelsen med Morningstar en glob-kategorin, samt att

det för Låg CO2 och Svanen var nära att finnas signifikans. Morningstar fyra globler-kategorin blir därmed något unik. Vi ser också att snittet för Morningstar en glob är högre än för både två och tre globler. Denna skillnad är dock inte signifikant och det är viktigt att ha i åtanke att det rör sig om så pass små grupper, framförallt för en och två globler, att statistiska jämförelser blir något vanskliga framförallt när det rör sig om små skillnader.

I tabell 4 har resultatet av samtliga t-tester samlats med de p-värden de olika jämförelserna erhållit. Gröna värden indikerar att det finns en signifikant skillnad, gula värden indikerar att skillnaderna är nära att vara signifikanta men inte riktigt nått värdet 0.05 som krävs för att påvisa skillnad. Vita värden indikerar att det inte finns en signifikant skillnad.

Tabell 4: Signifikanstest (jämförelsepoäng): Visar samtliga p-värden för skillnader mellan fondkategoriernas poäng från ramverk.

| | Svanen | Nyckelord | Låg CO2 | Ej låg CO2 | Fem globler | Fyra globler | Tre globler | Två globler |
|--------------|--------|-----------|---------|------------|-------------|--------------|-------------|-------------|
| Svanen | | | | | | | | |
| Nyckelord | 0.4139 | | | | | | | |
| Låg CO2 | 0.9095 | 0.3334 | | | | | | |
| Ej låg CO2 | 0.0 | 0.0008 | 0.0 | | | | | |
| Fem globler | 0.4475 | 0.9576 | 0.3643 | 0.0006 | | | | |
| Fyra globler | 0.1283 | 0.5548 | 0.0853 | 0.0022 | 0.5179 | | | |
| Tre globler | 0.0004 | 0.0064 | 0.0003 | 0.6782 | 0.0055 | 0.0193 | | |
| Två globler | 0.0129 | 0.0264 | 0.0133 | 0.6969 | 0.0249 | 0.0486 | 0.5648 | |
| En glob | 0.0081 | 0.0289 | 0.0096 | 0.4718 | 0.0263 | 0.0688 | 0.7545 | 0.4424 |

6.2 Påverkar nivån av hållbarhet i en fond dess avkastning?

Diagram 3 och diagram 4 har tagits fram för sambandet mellan hållbarhet och avkastning.

Diagram 3 mäter avkastning i måttet "portföljvinstkastning". På y-axeln ser vi samtliga fonders jämförelsepoäng och på x-axeln ser vi portföljvinstkastning. Varje cirkel representerar en fond och färgkodningen vilken fondkategori den tillhör.

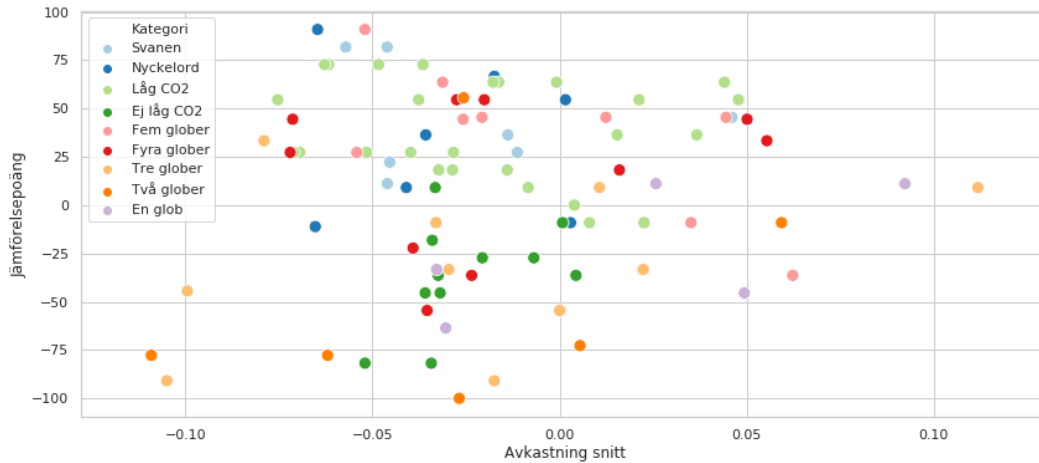


Diagram 3: Visar sambandet mellan jämförelsepoäng och avkastning.

För att undersöka om det i diagram 3 finns ett tillräckligt starkt samband mellan grad av hållbarhet och portföljavkastning har en ordinär minstakvadrat-regression med konstanterm ansats för att erhålla ett p-värde för hållbarhetens påverkan på avkastning. Samma typ av linjär regression kommer konsekvent tillämpas för alla nedanstående tester och endast beskrivas som “linjär regression”. I detta fall fick modellen ett p-värde på 0.985 vilket är över den 0.05 nivå som krävs för statistisk signifikans och alltså kan inte nollhypotesen förkastas (Bilaga 1).

Diagram 4 visar istället riskjusterad avkastning i form av Morningstars fondbetyg som är ett mått på hur fonden presterat historiskt i förhållande till den underliggande risken i fondens innehav.

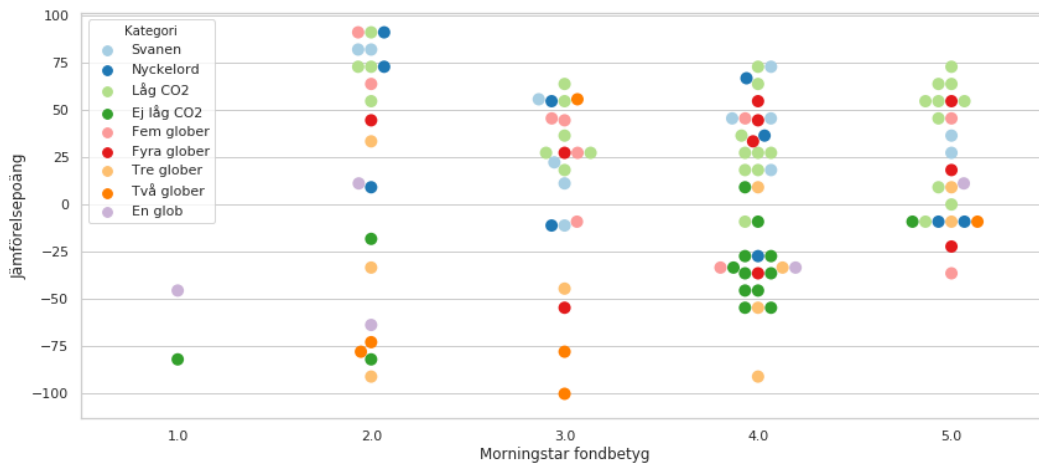


Diagram 4: Visar sambandet mellan Morningstars fondbetyg och jämförelsepoäng

Med blotta ögat är det svårt att avgöra om det finns en underliggande trend och för att undersöka om så är fallet har Kendalls tau-test använts. P-värdet blev 0.966 vilket är över det värde på 0.05

som hade krävts för att resultatet skulle anses vara statistiskt säkerställt. Alltså kan inte nollhypotesen förkastas (Bilaga 2).

6.3 Påverkar nivån av hållbarhet i en fond dess risk?

Två diagram har skapats för att illustrera de resultat vi fått fram kring sambandet mellan nivå av hållbarhet och risk. I diagram 5 används det vanligaste måttet för risk, fondens standardavvikelse på årsavkastning, för de senaste tre åren.

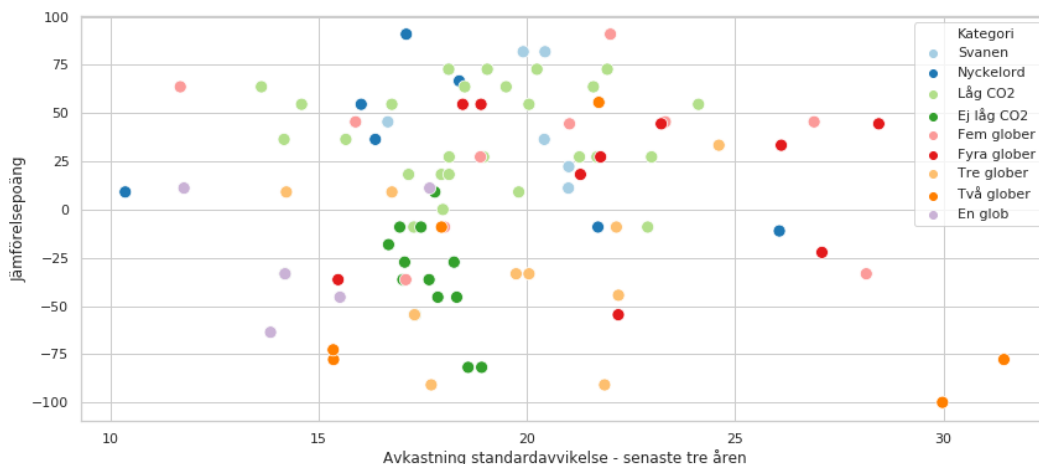


Diagram 5: Visar sambandet mellan avkastningens (ej riskjusterad) standardavvikelse för åren 2017-2019 och jämförelsepoängen

På samma sätt som för avkastningen ställs en linjär regressionsmodell upp för att se om det finns en signifikant trend mellan nivå av hållbarhet och risk uttryckt som avkastningens standardavvikelse på årsbasis för åren 2017-2019. Testet gav ett p-värde på 0.985 vilket betyder att vi inte förkasta nollhypotesen (Bilaga 3).

I diagram 6 används istället SRRI som riskmått. Riskmålet skapades av EU och visar fondens historiska volatilitet de senaste fem åren. Riskmålet användes för att kunna analysera fondens volatilitet de senaste fem åren för att ge vår analys en längre tidshorisont med hänsyn till risk. Hade tidsgränsen satts till fem år istället för tre hade detta mått helt kunnat ersätta standardavvikelse-beräkningen ovan, alternativt om strukturerad avkastningsdata på veckonivå funnits tillgänglig så hade motsvarande beräkning som görs för att ta fram SRRI kunnat göras för den kortare tidsperioden.

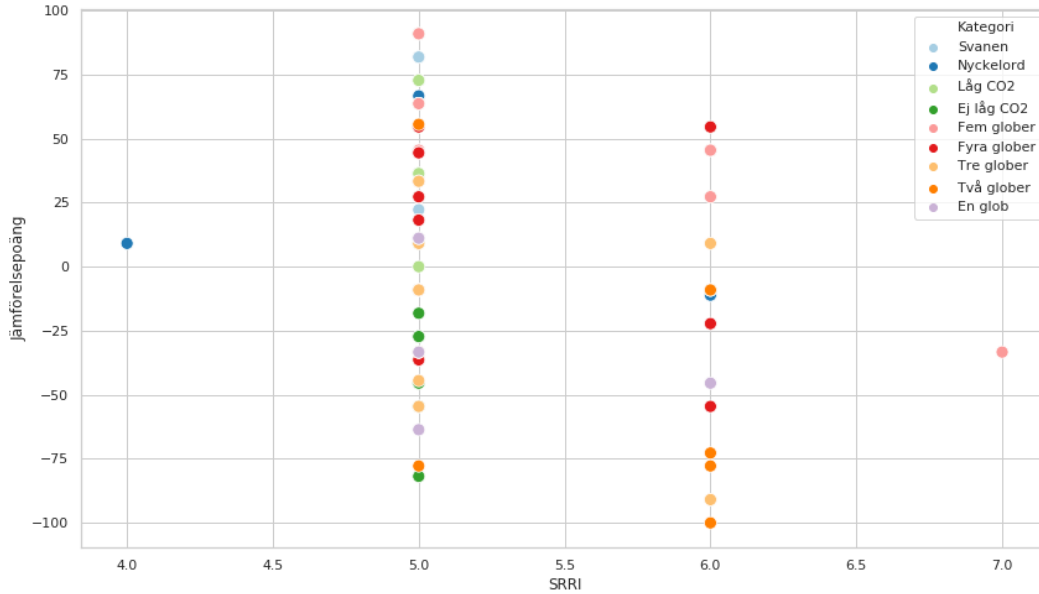


Diagram 6: Visar sambandet mellan jämförelsepoäng och SRRI-kategorierna

På samma sätt som för avkastningen uttryckt som Morningstars fondbetyg används Kendalls tau för att undersöka om det här föreligger ett samband mellan en fonds jämförelsepoäng och dess risk uttryckt som SRRI. Detta test gav att p-värdet för att jämförelsepoäng och SRRI skulle vara korrelerade är 0.013 vilket är under det värde på 0.05 som krävs för att resultatet skall anses vara statistiskt säkerställt. Alltså förkastas nollhypotesen. Tau-värdet blev -0.20 vilket innebär att en högre grad av hållbarhet korrelerar med en lägre grad av SRRI-risk och att detta samband är medelstarkt (Bilaga 4).

6.4 Påverkar nivån av hållbarhet i en fond dess avgift?

Diagram 7 illustrerar de resultat vi fått fram kring sambandet mellan nivå av hållbarhet och avkastning. På samma sätt som för avkastning och risk används linjär regression för att undersöka om det här föreligger ett samband mellan en fonds jämförelsepoäng och dess avgift.

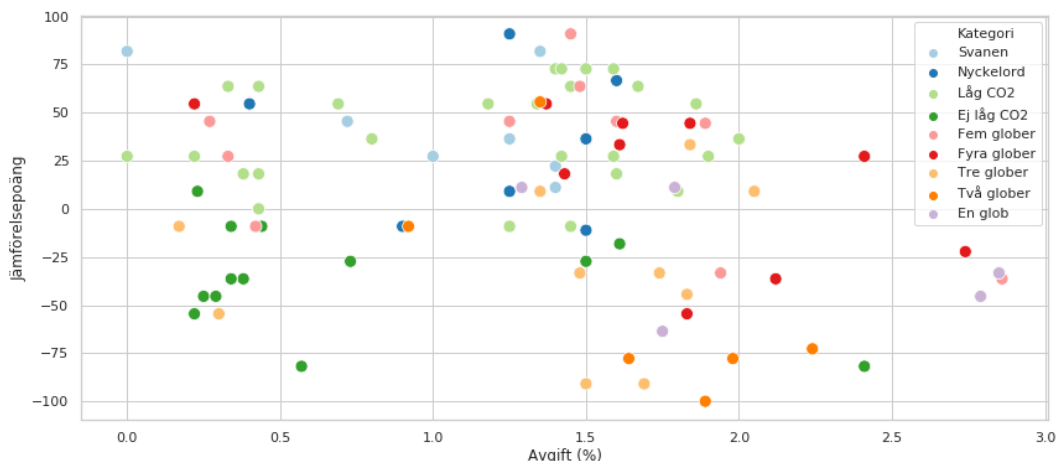


Diagram 7: Visar sambandet mellan jämförelsepoäng och fondens avgift i procent

Modellen gav att p-värdet för att totalpoängen skulle ha en påverkan på en fonds avgift i procent är 0.113 vilket är över det värde på 0.05 som krävs för att resultatet skulle anses vara statistiskt säkerställt. Alltså kan inte nollhypotesen förkastas (Bilaga 5).

7 Analys & Diskussion

I detta kapitel kommer det resultat som framställts tolkas och jämföras med den tidigare forskning som gjorts inom området. Kapitlet kommer delas upp utefter de två olika delarna som studien avhandlat för att ge läsaren en tydlig bild av vårt resonemang kring studiens olika resultat. Den första delen behandlar de signifikanta skillnader i nivå av hållbarhet mellan olika hållbara fonder som hittats där en vidare analys kring vilka kriterier de olika fonderna uppfyller görs. I den andra delen diskuteras de resultat från studiens andra del gällande hur nivån av hållbarhet i en fond påverkar dess prestanda samt vad detta innebär för investeraren.

7.1 Finns det mer och mindre hållbara, hållbara fonder?

Eftersom det tidigare inte gjorts några studier kring de frågeställningar som ställs i del ett blir en analys av våra resultat i jämförelse med tidigare resultat eller teori kopplad till studiens första del svår att utföra. Istället kommer de resultat som erhållits diskuteras. Efter att ha analyserat urvalet gentemot det analytiska ramverk har signifikanta resultat erhållits vilket påvisar att det finns skillnader mellan olika hållbara fonder. Nedanför sammanställs fondkategorierna med hänsyn till medelvärde, standardavvikelse, minimum, median och maximum.

Tabell 5: Visar vilket medelvärde, standardavvikelse, minimum, median och maximum olika hållbarhetsmärkningarna erhållit.

| | Medelvärde | Standardavvikelse | Minimum | Median | Maximum |
|--------------------|------------|-------------------|---------|--------|---------|
| Svanen | 40,57 | 29,05 | -11,11 | 40,91 | 81,82 |
| Nyckelord | 27,37 | 42,06 | -27,27 | 22,73 | 90,91 |
| Låg CO2 | 41,69 | 26,56 | -9,09 | 45,45 | 90,91 |
| Ej låg CO2 | -36,77 | 25,38 | -81,82 | -36,36 | 9,09 |
| Fem glober | 28,38 | 41,75 | -36,36 | 44,95 | 90,91 |
| Fyra glober | 16,36 | 39,72 | -54,55 | 30,30 | 54,55 |
| Tre glober | -30,51 | 41,84 | -90,91 | -33,33 | 33,33 |
| Två glober | -46,97 | 58,86 | -100,00 | -75,25 | 55,56 |
| En glob | -24,04 | 33,85 | -63,64 | -33,33 | 11,11 |

Vi anser att standardavvikelsen säger mycket om vad investerare kan förvänta sig genom att investera i de olika fondkategorierna då den ger en indikation på variationen av nivå av hållbarhet inom de olika fondkategorierna. Svanen- och låg CO2 märkta fonder har en låg standardavvikelse på 29.05 respektive 26.56 och ett högt medelvärde på 40.57 respektive 41.69. Detta påvisar att investerare som placerar sina pengar i dessa med en hög säkerhet investerat i en fond som har en hög nivå av hållbarhet. Nyckelordsfonder samt fonder som erhållit fem glober av Morningstar har höga medelvärden, men även höga standardavvikelser, detta innebär att det finns en större variation i bakomliggande hållbarhetsarbete mellan fonderna inom samma fondkategori. Eftersom medelvärden och maxvärden för dessa två fondkategorier ligger på en hög nivå kan investerare vara relativt säkra på att deras investeringar är hållbara, men vi rekommenderar att investeraren vidare granskar vilka hållbarhetskriterier som fonden uppfyller och hur dessa jämför sig med andra hållbara fonder för att undvika att investera i en fond som inte lever upp till de krav som investeraren ställer på hållbarhet. Det går att investera hållbart i fonder med fyra glober från Morningstar då maxvärdet ligger över det medelvärde som svanen- och låg CO2 märkta fonder erhållit. Inom fondkategorin finns det fonder som uppfyller en del av kriterierna som inkluderats i det analytiska ramverket, fondkategorins maximum är 54.55 jämförelsepoäng vilket indikerar att den bästa fonden i kategorin har ett hållbarhetsarbete som är snäppet vassare än medelvärdet av Svanenmärkta och Låg CO2-risk fonder, men det finns en betydligt större risk att välja en fond som inte lever upp till de krav som hållbarhetsmärkningarna Svanen eller Låg CO2-risk ställer. Vidare avråder vi investerare som är intresserade av hållbara fonder att investera i fonder inom de resterande fondkategorierna. Fonderna har låga jämförelsepoäng i det analytiska ramverket vilket indikerar att fonderna placerat sig sämre i flera av kriterierna inkluderade i det analytiska ramverket. Som det går att utläsa från tabell 5 så har

fonder som erhållit en glob av Morningstar i medel en högre jämförelsepoäng och lägre standardavvikelse än fonder med två eller tre glober från Morningstar. Vi argumenterar för att detta beror på det mindre urvalet av fonder som fått en stjärna av Morningstar. I studien analyserades totalt sex stycken av dessa fonder då det inte finns fler av dessa fonder på den svenska fondmarknaden.

7.2 Påverkar hållbarhet fondens avkastning, risk och avgift?

I Sverige har utbudet av hållbara fonder ökat exponentiellt de senaste åren där förhållandet mellan hållbarhet och prestanda varit en central fråga. Tidigare studier har fokuserat sitt arbete på att jämföra traditionella fonder med hållbara och en stor begränsning i dessa studier som kan leda till partiska resultat är att man kategoriserat fonderna utefter ett ultimatum; antingen är fonden hållbar eller inte. Men så är inte fallet, eftersom det inte finns riktlinjer eller krav för vad en hållbar fond är, tar dessa olika aspekter av hållbarhet i beaktande vilket leder till att nivån av hållbarhet inom olika fonder skiljer sig. Genom att samla samtliga kriterier kopplade till hållbarhet som hittats på den svenska fondmarknaden, har vi byggt upp ett analytiskt ramverk för att bedöma hållbara fonder utefter samma kriterier, för att på så sätt se hur den bakomliggande hållbarheten skiljer sig mellan olika fonder.

Vi har i analysen inte kunnat hitta en signifikant skillnad mellan en fonds nivå av hållbarhet och dess avkastning. Resultaten påvisar att investeraren inte nödvändigtvis behöver välja mellan att investera i fonder med en hög nivå av hållbarhet och hög avkastning.

Resultaten motsäger den teori som Markowitz på 90-talet lade fram kallad modern portföljteori. Markowitz (1952) menade att det går att diversifiera bort risk genom att sprida sina tillgångar inom flera olika marknader vilket kommer leda till en mindre förväntad risk samtidigt som avkastningen förblir densamma. Utifrån detta argument så är en diversifierad fond något som ska eftersträvas om målet är att maximera avkastning i förhållande till investerarens riskaversion. Således borde en hållbar fond som undviker att investera i negativt påverkande branscher även påverka fondens möjlighet att fullt ut diversifieras vilket leder till en lägre avkastning i förhållande till risk, i jämförelse med fonder som inte exkluderar vissa marknader. Detta är inte något som styrks i studiens erhållna resultat, då p-värdet för sambandet mellan nivå av hållbarhet och riskjusterad avkastning låg på 0.966 vilket är över den nivå på 0.05 som hade krävts för att

säga att det finns en skillnad. En annan central teori är den så kallade intressentmodellen som istället menar att företag som implementerar mer hållbarhet i sitt arbete än sina konkurrenter oftast är branschledande och mer kapitalstarka. Fonder som investerar i dessa företag borde därför erhålla en högre avkastning än fonder med en lägre nivå av hållbarhet. Inte heller denna teori styrks av studiens resultat. P-värdet för sambandet mellan nivå av hållbarhet och portföljavgkastning låg på 0.985 vilket är över värdet 0.05 som hade krävts för att konstatera att det finns en skillnad beroende på nivån av hållbarhet. Resultaten överensstämmer istället med den teori som framställdes av Rickard Roll på 70-talet. Rolls kritik grundar sig i att hållbara fonders oförmåga att investera inom negativt påverkande marknader inte kommer ha en påverkan på dess avkastning då en fond, för att vara fullt diversifierad behöver investera inom samtliga tillgångar som går att investera i. Detta innebär i praktiken att en fullt diversifierad portfölj innehåller allt som i världen är värt något, vilket är omöjligt. Hållbara fonders oförmåga att investera i marknader som påverkar omvärlden negativt bör därför inte påverka den avkastning som fonden får, vilket resultaten indikerar.

Vidare har författarna erhållit olika resultat gällande sambandet mellan nivå av hållbarhet och risk. När sambandet mellan nivå av hållbarhet och standardavvikelse på fondens avkastning analyserades gav t-testet i den linjära regression p-värdet 0.985 vilket indikerar att det inte finns något samband. Men när det mer känsliga riskmättet SRRI istället analyserats i jämförelse med nivå av hållbarhet får vi istället ut ett p-värde från Kendalls tau test som ligger på 0.013. Värdet ligger under den nivå på 0.05 som krävs för att förkasta hypotesen att hållbarhet inte påverkar fondens risk. Tau-koefficienten låg på -0.20 vilket indikerar att sambandet är negativt vilket betyder att när jämförelsepoängen ökar så minskar risken. Med denna nivå av tau-koefficient håller sambandet högre jämförelsepoäng-lägre risk i sextio procent av fallen. Vi argumenterar för att riskmättet SRRI ger oss en mer rättvisande bild kring fondernas faktiska risk då måttet baseras på rullande veckoavkastning vilket gör att det bättre fångar snabba förändringar som blir utjämnade på årsbasis. Resultaten stämmer överens med de två studierna skrivna av Ghoul och Karoui (2017) och Duran-Santomill et al. (2019) som påvisat att en högre nivå av hållbarhet påverkar fondens volatilitet negativt. Det är svårt att påvisa varför en högre grad av hållbarhet påverkar SRRI-risken negativt men om vi beaktar Brundtlands inledande citat "*Hållbar utveckling är en utveckling som tillfredsställer dagens behov utan att äventyra kommande generationers möjligheter att tillfredsställa sina behov*" så handlar hållbarhet inte bara om vad

som är bäst i dagsläget utan även vad som är bäst för framtiden. Företag som arbetar med hållbarhet måste därför tänka på vad som långsiktigt är lönsamt, både för företaget och samhället. Författarna anser därför i linje med studien av Duran-Santomill et al (2019) att en förklaring till resultatet är att fonder med en högre nivå av hållbarhet, jobbar mer aktivt med riskhantering vilket vidare resulterar i en mindre volatilitet på marknaden.

Duran-Santomill et al argumenterar vidare att hållbara fonder kräver mer uppföljning och därför även kostar fondbolaget mer, vilket resulterar i att fondbolaget tar ut en högre avgift för dessa (Duran- Santomill et al, 2019). Men de resultat som presenteras i studien visar ingen positiv trend mellan nivå av hållbarhet och den avgift som förvaltaren tar ut, tvärtom finns det ett svagt negativt samband som dock inte är statistiskt säkerställt då p-värdet uppgick till 0.113. Möjliga förklaringar till att det inte syns någon skillnad i avgift beroende på nivå av hållbarhet kan vara att den extra uppföljning som Duran-Santomill et al argumenterar för krävs är så pass liten i förhållande till andra aspekter av fondens förvaltning. Andra aspekter kan till exempel vara grad av aktiv förvaltning, hur lättillgänglig och kostsam relevant information är för det marknadssegment fonden investerar i, om vissa fonder använder hög avgift som ett sätt att signalera hög kvalitet, samt vilken förtjänst fondbolaget eftersträvar. För att kunna se eventuell påverkan av fondens hållbarhetsåtaganden på avgiftsnivån skulle en annan sorts djupanalys krävas då det sannolikt rör sig om mycket subtila effekter. Detta skiljer sig från exempelvis detaljhandel och dagligvaror där en hållbarhetsmärkning som regel leder till en högre prisnivå jämfört med en konventionellt framtagna jämförbara vara.

8 Slutsats

Studien är den första som gjorts inom ett område som enligt oss förtjänar att vidare utforskas. Arbetet avhandlar det aktivt diskuterade området huruvida hållbarhet påverkar en fonds prestanda, men ur en annorlunda angreppsvinkel. Studien har inte analyserat avkastning utifrån begreppen traditionell och hållbar då författarna anser att det inte går att kategorisera hållbara fonder som en enskild grupp. Istället har vi samlat de kriterier och mätvärden som finns tillgängliga för den privata investeraren från Avanza och Morningstar för att själva analysera hur nivå av hållbarhet skiljer sig mellan olika hållbara fonder. Detta tillät en vidare analys av fondernas prestanda utifrån *nivå* av hållbarhet.

Efter en analys av huruvida det finns mer eller mindre hållbara fonder på den svenska fondmarknaden framställdes signifikanta resultat med hänsyn till skillnad mellan olika hållbara fonder, där Svanenmärkta fonder, fonder med Låg CO2-risk, fonder som av Morningstar erhållit fem glober samt Nyckelordsfonder stack ut som mer hållbara än de övriga fonderna som analyserats. Vidare påvisar studiens resultat att nivå av hållbarhet varken påverkar fondens avkastning eller avgift. Vad som däremot gått att konstatera är att det finns en liten negativ trend mellan nivå av hållbarhet och fondens SRRI-risk.

Vi anser att studien presenterat resultat som är av intresse för både forskningsområdet och investerare. Enligt de resultat som studien tagit fram är det möjligt att som investerare inte bara fokusera på avkastning utan även hållbarhet, utan att förlora pengar, utsätta sig för en större risk eller betala en högre avgift. Det ska dock nämnas att skillnaderna i de underliggande kriterierna som det analytiska ramverket utgår ifrån är små, men det erhålls ändå statistiskt säkerställda resultat mellan de kluster av fondkategorier med hög respektive låg nivå av hållbarhet när dessa aggregeras och poängsätts. I kombination med att det inom alla fondkategorier finns en spridning i jämförelsepoäng går det däremot inte att differentiera dessa poäng till statistiskt säkerställd nivå inom respektive kluster. Trots detta anser vi att det går att säga att fondkategorierna inte bara tar hänsyn till de kriterier de bedöms utefter, tvärtom ser vi en konsekvent uppdelning där fonder som presterar bra inom ett kriterium även presterar bra inom de övriga. Att

Nyckelordsfonder fick höga jämförelsepoäng innebär att fonderna inte bara marknadsför sig som hållbara utan att det finns en nivå av bakomliggande hållbarhet. Fonderna är de enda som tagits med i studien som klassas som hållbara av de företag som säljer dem. Vi hade därför med hänsyn till den breda definition av hållbarhet som finns på marknaden antagit att variationen i dessa skulle vara för stor för att vara användbar vilket motbevisades i studien.

9 Praktiskt bidrag, begränsningar och framtida studier

Vi anser att det finns en stor potential att utifrån detta arbete fortsätta analysera samspelet mellan olika hållbarhetskriterier och deras påverkan på prestation då denna studie istället analyserat de olika fondkategorierna på en mer aggregerad nivå. Som nämnades i problembeskrivningen så anser vi att studier som ämnar att förklara skillnader i avkastning mellan traditionella och etiska fonder inte ger relevanta resultat då det inte finns krav eller riktlinjer för vad som utgör en hållbar fond. Vi hoppas därför att framtida studier följer ett liknande arbetssätt som denna studie, där alla fonder antas ha en nivå av hållbarhet men att denna är högre respektive lägre inom olika fonder.

Det finns ett antal faktorer som begränsat studien och som framtida forskning har möjlighet att överbygga. De hållbarhetskriterier som använts i studien är endast en ögonblicksbild av en fonds hållbarhetsarbete, hade det funnits historisk data kring hållbarhet på samma sätt som för avkastning och risk hade förändringar över tid kunnat tas med i beräkningarna. Trots att det fanns detaljerad data tillgänglig gällande avkastning så ledde studiens omfattning och tidsbegränsning till att det inte var praktiskt möjligt att samla in den på en mer detaljerad nivå än årsbasis. Om strukturerad data på exempelvis veckobasis hade varit tillgänglig hade det gått att få en tydligare bild av bland annat fondernas volatilitet. Eftersom både Svanenmärkningen och Morningstars hållbarhetsbetyg är relativt nya gjordes bedömningen att det inte vore relevant att samla data för ett längre tidsspann, något som lätt skulle kunna åtgärdas genom liknande studier i framtiden då mer data finns tillgänglig. I dagsläget finns ett större utbud av kriterier kopplade till miljö då aspekter kopplade till arbetsförhållanden och affärsetik är svåra att mäta, framförallt för att det saknas ett enhälligt sätt att mäta dessa aspekter. Detta har lett till att det analytiska

ramverket i praktiken är något miljöfokuserat. En sista begränsning i arbetet har varit antal intervjuer. Då arbetet skett under Covid-19 har det varit svårt att boka och utföra intervjuer, om liknande studier skulle genomföras rekommenderar vi att utöka den kvalitativa insamlingen för att få mer nyans och praktiskt erfarenhet i arbetet.

10 Slutord

Slutligen anser vi att företag och investerare bör orientera sig mot mer långsiktiga och ansvarsfulla investeringar. Enligt de resultat som studien tagit fram är det möjligt att som investerare inte bara fokusera på avkastning utan även hållbarhet, utan att förlora avkastning, utsätta sig för en högre risk eller behöva betala mer. Det gör således att en kombination av investerarnas intresse att skapa avkastning och samhällets intresse där hållbarhet ligger i fokus är möjlig.

11 Bibliografi

Affärsvärlden (2018). Växande intresse för hållbara fonder. Hämtad 20/04/2020 från;
<https://www.affarsvarlden.se/artikel/vaxande-intresse-for-hallbara-fonder-6953674>

Avanza A (2020). Vad är fonder? Hämtad 26/04/2020 från;
<https://www.avanza.se/lar-dig-mer/avanza-akademin/fonder/vad-ar-fonder.html>

- Avanza B (2020). Vad är en aktiefond? Hämtad 30/04/2020 från;
<https://www.avanza.se/lar-dig-mer/avanza-akademin/fonder/vad-ar-en-aktiefond.html>
- Avanza C (2019). Positiv klimatpåverkan. Hämtad 04/05/2020 från;
<https://www.avanza.se/spara-hallbart/min-hallbarhetsstampel.html>
- Borgers, A., Derwall, J., Koedijk, K., Horst, J. (2015). Do Social Factors Influence Behavior and Performance? Hämtad 03/05/2020 från;
https://sustainable-finance.nl/upload/researches/Borgers-et-al_Do-Social-Factors-Influence-Behavior-and-Performance.pdf
- Broomé, A. (2012). Hållbara fonder är inte bättre än andra. Hämtad 26/04/2020 från;
<https://www.aktiespararna.se/artiklar/Fonder/Etiska-fonder-inte-battre-an-andra>
- Bryman, A (2008). Of Methods and Methodology. Hämtad 19/04/2020 från; <https://www-emerald-com.ezproxy.ub.gu.se/insight/content/doi/10.1108/17465640810900568/full/html#loginreload>
- CNBC (2019). ESG funds see record inflows in 2019. Hämtad 28/04/2020 från;
<https://www.cnbc.com/2020/01/14/esg-funds-see-record-inflows-in-2019.html>
- Dolvin, D.S., Fulkerson, J.A., Krukover, A. (2017) Do “Good Guys” Finish Last? Hämtad 04/05/2020 från;
https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3019403
- Duran-Santomill, P., Otero-González, L., Correia-Domingues, R.H., Reboredo, J.C (2019). Does Sustainability Score Impact Mutual Fund Performance? Hämtad 29/04/2020 från;
<https://www.mdpi.com/2071-1050/11/10/2972/htm>
- El-Ghoul, S., Karoui, A. (2017) Does Corporate Social Responsibility Affect Mutual Fund Performance and Flows? Hämtad 03/05/2020 från;
<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0378426616301935>
- Fondbolagens förening (2018). Så blev Sverige världsledande på fondsparande. Hämtad 20/04/2020 från;
https://www.fondbolagen.se/fakta_index/sa-blev-sverige-varldsledande-pa-fondsparande/
- Fondbolagens Förening (2017). Fondbranschen har beslutat om självreglering av hållbarhetsinformation. Hämtad 20/04/2020 från;
<https://www.fondbolagen.se/aktuellt/pressrum/pressmeddelanden/fondbranschen-har-beslutat-om-sjalvreglering-av-hallbarhetsinformation/>
- Fondskolan (2015) Portföljteori: Avkastning och risk. Hämtad 05/05/2020 från;
http://www.granitfonder.se/upload/2015/fondskolan/Fondskolan_Portf%C3%B6ljteori%20Avkastning%20och%20Risk.pdf
- Freeman, E., Harrison, J (1999) Stakeholders, Social Responsibility, and Performance: Empirical Evidence and Theoretical Perspectives. Hämtad 03/05/2020 från;
https://www.jstor.org/stable/256971?seq=5#metadata_info_tab_contents

Friede, G., Busch, T., Bassen, A. (2015) ESG and Financial Performance: Aggregated Evidence from More than 2000 Empirical Studies. Hämtad 03/05/2020 från;
<https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/20430795.2015.1118917>

Granitfonder (2015) Portföljteori: Avkastning och Risk. Hämtad 10/05/2020 från;
http://www.granitfonder.se/upload/2015/fondskolan/Fondskolan_Portf%C3%B6ljteori%20Avkastning%20och%20Risk.pdf

Hartzmark, S.M.; Sussman, A.B (2019). Do Investors Value Sustainability? Hämtad 05/05/2020 från;
<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/jofi.12841>

Hållbarhetsprofilen (2019). Swesifs riktlinjer för att fylla i Hållbarhetsprofilen. Hämtad 08/05/2020 från;
https://swesif.org/wp-content/uploads/2019/11/H%C3%A5llbarhetsprofilen_Riktlinjer_3.1_SV_FINAL_20191031.pdf

Infovoice (2003) Signifikanstester. Hämtad 17/05/2020 från;
<http://www.infovoice.se/fou/bok/10000015.shtml>

InvestFAQ (2019). Socially Responsible Investing (SRI's). Hämtad 17/04/2020 från;
<https://invest-faq.com/socially-responsible-investing-sri/>

Investopedia, A (2020). Risk. Hämtad 09/05/2020 från;
<https://www.investopedia.com/terms/r/risk.asp>

Investopedia B (2019). Sharpe ratio. Hämtad 09/05/2020 från;
<https://www.investopedia.com/terms/s/sharperatio.asp>

Markowitz. H (1952). Portfolio Selection, S79-81. Hämtad 22/04/2020 från;
https://www.math.ust.hk/~maykwok/courses/ma362/07F/markowitz_JE.pdf

Morningstar A (2019). Morningstar Sustainability rating. Hämtad 30/04/2020 från;
https://www.morningstar.com/content/dam/marketing/shared/research/methodology/744156_Morningstar_Sustainability_Rating_for_Funds_Methodology.pdf

Morningstar, B (2018). Låg CO2 -risk. Hämtad 02/05/2020 från;
<https://www.morningstar.se/se/news/180055/nytt-m%C3%A5tt-p%C3%A5-fonders-co2-risk.aspx>

Morningstar, C (2019). ESG Investing Performance Analyzed. Hämtad 06/05/2020 från;
https://www.morningstar.com/insights/2019/03/12/esg-investing-perfor_0

Morningstar, D (2017). Morningstar Portfolio Product Involvement Methodology. Hämtad 07/05/2020 från;
https://www.morningstar.com/content/dam/marketing/shared/research/methodology/812380_PortfolioProductInvolvement.pdf

Morningstar, E (2020). Betyg i sin kategori. Hämtad 09/05/2020 från;
<https://www.morningstar.se/se/news/200293/fakta-om-morningstars-fondbetyg.aspx>

- Morningstar, F (2020). Fakta om Morningstars fondbetyg. Hämtad 09/05/2020 från; <https://www.morningstar.se/se/news/200293/fakta-om-morningstars-fondbetyg.aspx>
- Naturvårdsverket (2019). Hur kan jag minska min klimatpåverkan? Hämtad 17/04/2020 från; <https://www.naturvardsverket.se/Miljoarbete-i-samhallet/Miljoarbete-i-Sverige/Uppdelat-efter-omrade/Klimat/minska-min-klimatpaverkan/>
- Naturskyddsföreningen (2019). SJ är Sveriges grönaste varumärke. Hämtad 26/05/2020 från; <https://www.naturskyddsforeningen.se/nyheter/sj-ar-sveriges-gronaste-varumärke>
- Patel, R., Davidson, B. (2003). Forskningsmetodikens grunder: att planera, genomföra och rapportera en undersökning. Lund: Studentlitteratur.
- Roll, R (1977). A critique of the asset pricing theory's tests Part I: On past and potential testability of the theory, S129-176. Hämtad 23/04/2020 från; <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0304405X77900095?via%3Dihub>
- Sjöström, E. (2011). The performance of socially responsible investments. Hämtad 25/04/2020 från; https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1948169
- Statistiska centralbyrån (2001). Kvalitetsbegrepp och riktlinjer för kvalitetsdeklaration av officiell statistik. Hämtad 20/05/2020 från; <https://www.scb.se/om-scb/samordning-av-sveriges-officiella-statistik/riktlinjer-och-handbocker-om-den-officiella-statistiken/>
- Statman, M. & Glukov, D. (2009). The Wages of Social Responsibility. Hämtad 26/04/2020 från; https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1372848
- Svanen (2020). Nordic Ecolabelling for Investment Funds. Hämtad 19/04/2020 från; https://www.svanen.se/contentassets/653430c81fae41418c2b544a2205abf6/criteria-document_101_investment-funds-101_english.pdf
- Svensk Handel (2018). Starkt ökat hållbarhetsintresse hos konsumenterna. Hämtad 15/04/2020 från; <https://www.svenskhandel.se/globalassets/dokument/aktuellt-och-opinion/rapporter-och-foldrar/hallbar-handel/svensk-handels-hallbarhetsundersokning-2018.pdf>
- Swedwatch (2015). Blir guldets till sand? Hämtad 16/04/2020 från; https://swedwatch.org/wp-content/uploads/2015/02/72_klimatrapport_150211_enkelsidig.pdf
- Privata Affärer (2018) Fonderna som är största hållbarhetsbovarna. Hämtad 21/05/2020 från; <https://www.privataaffarer.se/fonderna-som-ar-storsta-hallbarhetsbovarna/>
- UNDP (2020). Globala mål. Hämtad 20/04/2020 från; <https://www.globalamalen.se/>
- Wikipedia (2020). Kendall rank correlation coefficient. Hämtad 01/05/2020: https://en.wikipedia.org/wiki/Kendall_rank_correlation_coefficient
- Wikipedia (2020). Regression analysis. Hämtad 01/05/2020: https://en.wikipedia.org/wiki/Regression_analysis

Wikipedia (2020). Student's t-test. Hämtad 01/05/2020 från:
https://en.wikipedia.org/wiki/Student%27s_t-test

Övriga länkar:

Lindmark, Jonas. Redaktör på Morningstar. Mailkorrespondens 2020-05-07.

Sandell, Per. Intervju 2020-05-07 & 2020-05-26.

Respondent 3, Skandia. Intervju 2020-03-04

<https://drive.google.com/drive/u/0/folders/1eBEuFBMMqTcrVQqEG2vdlxlawqCbvIpl>

Kvantitativ datainsamling:

https://drive.google.com/drive/u/0/folders/1ZtHHtbYWjHf2PRY_yvyQweu2ZTljGY8s

Bilaga 1 - Linjär regressionsanalys - Jämförelsepoäng vs Avkastning

| OLS Regression Results | | | | | | |
|---|------------------|---------------------|-----------|-------|--------|--------|
| Dep. Variable: | Avkastning snitt | R-squared: | 0 | | | |
| Model: | OLS | Adj. R-squared: | -0.01 | | | |
| Method: | Least Squares | F-statistic: | 0.0003623 | | | |
| No. Observations: | 107 | Prob (F-statistic): | 0.985 | | | |
| Df Residuals: | 105 | Log-Likelihood: | 191.84 | | | |
| Df Model: | 1 | AIC: | -379.7 | | | |
| | | BIC: | -374.3 | | | |
| Covariance Type: | nonrobust | | | | | |
| | coef | std err | t | P> t | [0.025 | 0.975] |
| const | -0.0178 | 0.004 | -4.408 | 0 | -0.026 | -0.01 |
| Jämförelsepoäng | 1.57E-06 | 8.25E-05 | 0.019 | 0.985 | 0 | 0 |
| Omnibus: | 6.013 | Durbin-Watson: | 2.422 | | | |
| Prob(Omnibus): | 0.049 | Jarque-Bera (JB): | 5.422 | | | |
| Skew: | 0.507 | Prob(JB): | 0.0665 | | | |
| Kurtosis: | 3.431 | Cond. No. | 50.1 | | | |
| Warnings: | | | | | | |
| [1] Standard Errors assume that the covariance matrix of the errors is correctly specified. | | | | | | |

Bilaga 2 - Tau-test - Jämförelsepoäng vs Morningstar fondbetyg

```
tau = -0.003111306758280074  
p-value = 0.9664726869439139
```

Bilaga 3 - Linjär regressionsanalys - Jämförelsepoäng vs Avkastningens standardavvikelse

| OLS Regression Results | | | | | | |
|---|---|---------------------|-----------|-------|--------|--------|
| Dep. Variable: | Avkastning standardavvikelse - senaste tre åren | R-squared: | 0 | | | |
| Model: | OLS | Adj. R-squared: | -0.01 | | | |
| Method: | Least Squares | F-statistic: | 0.0003648 | | | |
| No. Observations: | 107 | Prob (F-statistic): | 0.985 | | | |
| Df Residuals: | 105 | Log-Likelihood: | -294.36 | | | |
| Df Model: | 1 | AIC: | 592.7 | | | |
| | | BIC: | 598.1 | | | |
| Covariance Type: | nonrobust | | | | | |
| | coef | std err | t | P> t | [0.025 | 0.975] |
| const | 19.3065 | 0.379 | 50.913 | 0 | 18.555 | 20.058 |
| Jämförelsepoäng | 0.0001 | 0.008 | 0.019 | 0.985 | -0.015 | 0.016 |
| Omnibus: | 10.745 | Durbin-Watson: | 1.833 | | | |
| Prob(Omnibus): | 0.005 | Jarque-Bera (JB): | 11.132 | | | |
| Skew: | 0.67 | Prob(JB): | 0.00383 | | | |
| Kurtosis: | 3.836 | Cond. No. | 50.1 | | | |
| Warnings: | | | | | | |
| [1] Standard Errors assume that the covariance matrix of the errors is correctly specified. | | | | | | |

Bilaga 4 - Tau-test - Jämförelsepoäng vs SRRI-risknivåer

tau = -0.20051547847503667
p-value = 0.012566949433383916

Bilaga 5 - Linjär regressionsanalys - Jämförelsepoäng vs Avgift

| OLS Regression Results | | | | | | |
|---|---------------|---------------------|---------|-------|--------|--------|
| Dep. Variable: | Avgift (%) | R-squared: | 0.024 | | | |
| Model: | OLS | Adj. R-squared: | 0.014 | | | |
| Method: | Least Squares | F-statistic: | 2.55 | | | |
| No. Observations: | 107 | Prob (F-statistic): | 0.113 | | | |
| Df Residuals: | 105 | Log-Likelihood: | -110.34 | | | |
| Df Model: | 1 | AIC: | 224.7 | | | |
| | | BIC: | 230 | | | |
| Covariance Type: | nonrobust | | | | | |
| | coef | std err | t | P> t | [0.025 | 0.975] |
| const | 1.3107 | 0.068 | 19.3 | 0 | 1.176 | 1.445 |
| Jämförelsepoäng | -0.0022 | 0.001 | -1.597 | 0.113 | -0.005 | 0.001 |
| Omnibus: | 2.493 | Durbin-Watson: | 1.608 | | | |
| Prob(Omnibus): | 0.288 | Jarque-Bera (JB): | 1.957 | | | |
| Skew: | -0.179 | Prob(JB): | 0.376 | | | |
| Kurtosis: | 2.442 | Cond. No. | 50.1 | | | |
| Warnings: | | | | | | |
| [1] Standard Errors assume that the covariance matrix of the errors is correctly specified. | | | | | | |

16 Definitioner

I arbetet används flera begrepp som kommer definieras nedanför för att ge läsaren tillräckliga insikter för att kunna läsa och förstå arbetet från början.

16.1 Investerare

Arbetet vill förklara innebörden och konsekvenserna för *investerare* när dessa placerar sina pengar i olika hållbara fonder. Investerare syftar således på samtliga aktörer på fondmarknaden som investerar pengar i aktiefonder, allt från privata småsparare till stora banker.

16.2 Aktiefond

I arbetet kommer fonderna som studeras vara så kallade aktiefonder. Aktiefonder är en typ av fond som investerar minst 85% av fondens totala värde i aktier. Man kan säga att fonden köper andelar av företag. I jämförelse med andra typer av fonder har aktiefonder en högre risk, vilket innebär att sannolikheten för värdeminskningar och värdeökningar är större. Fondbolag försöker minska denna risk genom att placera i flera olika aktier, på olika geografiska marknader och inom olika branscher för att sprida risken. Dessa olika geografiska marknader och branscher skiljer sig i risk och avkastning, grovt förenklat har breda aktiefonder med flera placeringsinriktningar en lägre risk än aktiefonder som nischer sig mot en särskild marknad. Aktiefonder på mer etablerade marknader som t.ex Europa eller Skandinavien har en lägre risk än aktiefonder som t.ex placeras på tillväxtmarknader (Avanza B, 2020).

16.3 Hållbara fonder

Problemet med att definiera hållbara fonder är att det idag inte finns någon tydlig konsensus kring vad en hållbar fond är. Det finns varken lagstiftning eller branschstandard som konkret definierar vad det innebär när en fond påstås vara "hållbar". Det finns en svensk lag som säger att fondbolag måste ge ut information kring vad som gör deras fonder hållbara (Fondbolagets Förening, 2017), finansinspektionen har vidarebefordrat frågan till Fondbolagets Förening, som i sin tur sagt att det är upp till var och ett av fondbolagen själva att bestämma vilka kriterier som måste uppfyllas. När arbetet hänvisar till "hållbar fond" menar författarna en "fond som främst har investerat i företag med hög hållbarhet."

16.4 Hållbarhetskriterier

Arbetets främsta syfte är att analysera vilka bakomliggande etiska kriterier som hållbara fonder tar i beaktning. Med etiska kriterier menar författarna vilka krav som fonden uppfyller för att kallas etisk. Eftersom det är upp till fondbolagen att själva bestämma dessa kriterier blir således de etiska kriterierna från olika fondbolag skiljande.

16.5 Hållbarhetsmärkningar

I arbetet kommer olika kriterier från olika hållbarhetsmärkningar inkorporeras i hållbarhetsmatrisen för att kunna bedöma hur hållbar en fond är. I arbetet har det samlats kriterier från Hållbarhetsprofilen där fondbolagen själva berättar vilka etiska kriterier som fonden uppfyller, dessa har kompletterats med kriterier från Svanenmärkningen, som är nordens officiella miljömärkning. Två hållbarhetsmärkningar från Morningstar kommer också tas i beaktning i analysen, "Låg CO2-risk" och Morningstar Sustainability Rating™.

16.6 Fondkategori

De olika hållbara fonderna kommer samlas i fondkategorier. Indelningen sker med hänsyn till vilket betyg en etisk fond erhållit på fondmarknaden. Fem fondkategorier kommer i arbetet studeras. Den första fondkategorin är fonder som i arbetet kallas nyckelordsfonder. Det är fonder som i sitt namn benämner sig som etiska eller hållbara, t.ex Öhman *Etisk*, KPA *Etisk* Aktiefond och Länsförsäkringar Global *Hållbar*. Den andra fondkategorin är de fonder som kategoriserats som etiska genom betyg från Morningstar, här kommer samtliga fonder med betygen 1-5 glober analyseras. Den tredje typen fondkategorin innehåller de fonder som blivit klassade som etiska genom svanenmärkning. Den fjärde fondkategorin består av fonder med en så kallad "låg CO2-risk" som på fondkollen.se markeras med ett grönt löv och indikerar att fonden endast inkluderar företag som har ett lågt CO2-riskvärde med begränsad exponering mot fossila bränslen (Avanza C, 2020). Den sista fondkategorin är 15 fonder där urvalskriteriet ska vara att de inte uppfyller kraven för Låg CO2-risk, fondkategorin kan ses som en kontrollgrupp där hållbarhet inte är en prioritet.

16.7 Socially Responsible Investing och ESG- investing

De två begreppen är internationella motsvarigheter till hållbara fonder och hållbara kriterier. Socially Responsible Investments (SRI) kommer således få samma definition som hållbara fonder där fonden undviker att investera i företag som skadar miljön och istället gynnar företag som aktivt arbetar med hållbarhet. ESG- investering innebär att man vid en investering tar hänsyn till miljö, arbetar med sociala frågor samt ser till att ett innehavs bolagsstyrning är transparant och påväg mot en mer hållbar inriktning. Begreppet ESG hänvisar till tre pelarna av hållbarhet (Environmental, Social & Governance).