

# Hållbara fonders avkastning

**Ger hållbara fonder högre avkastning  
relativt traditionella fonder?**

**Johanna Bjenne**

Nationalekonomiska Institutionen  
Examensarbete 15 hp  
Kandidatexamen i Nationalekonomi (180 hp)  
Höstterminen 2016  
Handledare: Anders Vilhelmsson  
Stödjande handledare: Maria Nordqvist, hållbarhetsansvarig på  
Lannebo Fonder  
English title: Performance of sustainable funds



**LUNDS**  
UNIVERSITET

# Sammanfattning

Hållbarhet och hållbara investeringar är aktuella frågor i vårt samhälle i dag. För många investerare handlar det inte längre endast om att skapa positiv avkastning utan även hur denna avkastning skapas på ett hållbart sätt. Frågan som börjar ta mer plats i dag är inte hur dyrt det är att analysera bolag efter deras hållbara principer, utan snarare hur dyrt det blir om vi inte gör det. Denna uppsats syfte är att besvara frågeställningen om det ger högre avkastning att investera i hållbara fonder relativt traditionella samt även undersöka hur fondbolag idag arbetar med hållbarhet i förvaltningen. Studien har avgränsats till att undersöka svenska aktiefonder. En jämförelse av avkastning, även riskjusterad, har gjorts mellan hållbara fonder och traditionella fonder för perioderna tre, fem och tio år. Resultatet visar att traditionella fonder generellt har presterat bättre under mätperioden men att skillnaden i avkastning inte är stor. Tidigare studier har gjorts med varierade resultat. I Sverige genomfördes år 2000 en studie av Naturvårdsverket som visade att nordiska miljöfonder tenderar att överprestera snarare än underprestera relativt jämförelsefonderna avseende såväl absolut som riskjusterad avkastning och 2015 genomfördes en studie av Svenska Dagbladet som visade att etiska fonder gav högre avkastning än traditionella fonder under perioderna YTD (year to date), ett år och tio år. Utanför Sverige har de flesta studierna genomförts i USA och Storbritannien. De genomförda studierna är utförda under olika tidsintervall och för olika sparprodukter vilket gör att ett generellt resultat inte framkommit. Parallellt med den empiriska studien har en kvalitativ enkätstudie genomförts för att utreda hur aktörer i branschen arbetar med hållbarhetsfrågor i förvaltningen. De deltagande fondbolagen arbetar samtliga på olika sätt med hållbarhetsfrågor och den samstämmiga synen är att det är en mycket viktig del i förvaltningen.

## Nyckelord

Hållbara fonder. Hållbara investeringar. Avkastning. Långsiktighet. Aktiv förvaltning. Ägaransvar. Avkastningsutvärdering.

# Abstract

Social responsibility and socially responsible investments are current issues in our society. For many investors it is not just about creating return anymore but also creating socially responsible return. The question that starts to form more and more is not how expensive it is to analyse companies with respect to how socially responsible they act but how expensive it is not to. This study examines if investing in socially responsible mutual funds gives a higher return than investing in traditional mutual funds as well as investigating if and how fund managers today act socially responsible. The study has examined Swedish mutual funds. The two groups' return, also risk adjusted return, have been compared over the periods three, five and ten years. The result shows that traditional funds have given a higher return in general over the three periods but the difference in return is not large. Earlier studies have been done with different results. In Sweden, Naturvårdsverket did a study in 2000 which show that ethical/environmentally friendly mutual funds tend to outperform rather than underperform traditional mutual funds due to their alignment and in 2015 a study made by the Swedish daily newspaper Svenska Dagbladet showed that ethical mutual funds gave higher return than traditional mutual funds during the periods YTD (Year to date), one year and ten years. Outside of Sweden most of the earlier studies have been made in the US and UK. The studies that have been done are done for different periods and products which make it hard to see a general result. Parallel with this empirical study a qualitative study has also been done by interviewing fund managers regarding how they work with socially responsible issues. The participating fund managers all work socially responsible in some way and the consistent view is that it is a very important part of management.

## **Keywords**

Socially responsible funds. Socially responsible investments. Return. Long term investments. Active portfolio managing. Ownership responsibility. Return evaluation.

## **Innehållsförteckning**

1. Inledning .....	1
2. Problemformulering & hypotes .....	4
3. Teori och tidigare forskning .....	4
3.1 Efficient market hypothesis (EMH).....	4
3.2 CAPM-modellen.....	4
3.3 Fama & French three-factor-model .....	5
3.5 Svenska studier .....	5
3.6 Studier utanför Sverige .....	6
4. Praktiskt ramverk.....	9
5. Metod och datainsamling.....	15
6. Enkätstudie .....	19
7. Empiriska resultat .....	19
7.1 Resultat av regressionsanalys .....	19
7.2 Resultat från enkätstudie.....	24
8. Slutsats, analys och vidare forskning.....	24
9. Problem/svagheter med studien .....	29
10. Tack .....	29
11. Referenser .....	30
12. Bilagor .....	33
Bilaga 1 – Urval av fonder för studie av hållbara fonders avkastning .....	34
Bilaga 2 – Enkät rörande hållbarhetsarbete i fondförvaltningen .....	38
Bilaga 3 – Sammanställning av enkätsvar .....	39

## 1. Inledning

Hållbarhet och hållbara investeringar är aktuellt i dagens mediedebatt och hela vårt samhälle. Det är inte längre endast ett fenomen som existerar bland ett fåtal miljömedvetna individer och bolag utan något som alla måste tänka på. Vi kan inte fortsätta att leva över våra tillgångar som vi gjort hittills om vi ska kunna nyttja jordens resurser även i framtiden. Samhället ställer högre krav på att de investeringar som görs är hållbara. Precis som att vi idag vill veta vad som är i maten vi köper vill vi också veta vad fonderna vi investerar i innehåller. Många svenska börsbolagsstyrelser har i dag gått från att se hållbarhet som en enskild fråga till något som rör hela verksamheten och många bolag ser hållbarhet som ett sätt att öka värdet i verksamheten. Hur investerare arbetar med hållbarhet kommer att påverka framtidens finansmarknader och även vår makromiljö. Det är inget enkelt arbete. Som Kempf och Osthoff (2007) skrev i sin studie ska en fondförvaltare agera i andelsägarnas intresse och måste nu förutom att skapa en portfölj med så hög avkastning som möjligt till lägsta möjliga risk även ta hänsyn till hållbarhet.

Enligt fondbolagens förening (mars 2016) sparar vi i Sverige en mycket stor del av vårt kapital i fonder, totalt 3 148 miljarder kronor. Av detta belopp är 487 miljarder placerade i svenska aktiefonder. På fondmarknaden växer hållbara investeringar som begrepp och nya märkningar inom området initieras, nu senast Morningstars hållbarhetsrating som släpptes mars 2016. Det är viktigt att lyfta fram hållbara alternativ men hållbarhetsaspekter i sparande är till synes ganska komplicerat. I dag är definitionen av hållbarhet i mångt och mycket subjektiv. Det är upp till varje enskild förvaltare att besluta hur arbetet med hållbarhet ska integreras vilket gör det svårt för fondsparare att veta hur pengarna förvaltas. Standarder, normer och tydligare riktlinjer behövs. Branschorganisationen Fondbolagens förening gav 2012 ut en skrift, ”Ansvarsfulla investeringar – om fonder, etik och hållbarhet”, som beskriver hur ansvaret kring dessa frågor har förändrats under senare tid. Från början var det så kallade etiska fonder som exkluderade bolag (negativt urval) med anknytning till vissa branscher, exempelvis tobak, alkohol och vapen. I dag handlar det om att även inkludera

bolag (positivt urval) som arbetar bra med hållbarhetsfrågor eller som befinner sig i en hållbar bransch, exempelvis förnybar energi. En annan strategi är att påverka de bolag fonden investerar i. Viljan att investera hållbart finns på marknaden. Enligt Fondbolagens förening har mer än 90 procent av det förvaltade kapital som föreningen representerar, skrivit under FN:s direktiv för ansvarsfulla investeringar. Fondförvaltare måste i dag ta ansvar för miljö-, energi- och klimatfrågor liksom frågor kring mänskliga rättigheter, arbetsmiljöfrågor, god affärsetik och antikorrruption. Det handlar inte längre endast om att skapa positiv avkastning utan om att skapa en hållbar positiv avkastning.

Denna uppsats ämnar besvara frågeställningen om det ger högre avkastning att investera i hållbara fonder relativt traditionella fonder samt även undersöka hur fondbolag idag arbetar med hållbarhet i förvaltningen. Ger det högre avkastning på sikt när fondbolagen inkluderar hållbarhet i investeringsbesluten? Studien har avgränsats till att undersöka svenska aktiefonder och på sikt definieras här som perioderna tre, fem och tio år. För att besvara frågeställningen har månadsdata för 173 svenska aktiefonder samlats in med hjälp av ratinginstitutet Morningstar. En regressionsanalys har genomförts för att jämföra de hållbara fonderna, som var 38 stycken till antalet, med de traditionella fonderna. En enkätstudie har även genomförts parallellt med den empiriska studien för att från aktörer i branschen utreda hur hållbarhetsfrågor hanteras i förvaltningen. I resultatet av den framkom att hållbarhetsarbetet kan se olika ut men att samtliga deltagande fondbolag arbetar aktivt med frågan. Det kan exempelvis vara genom att påverka bolagen där investering görs, beakta hållbarhet i investeringsprocessen, enbart investera i en viss typ av bolag, exkludera vissa branscher eller mäta koldioxidavtryck.

Liknande studier har genomförts tidigare med blandade resultat, varav få har genomförts i Sverige varför ett generellt resultat för den svenska fondmarknaden inte finns. Fler studier behöver genomföras och tydligare riktlinjer behöver tas fram kring vad hållbara investeringar egentligen innefattar. Fler studier har genomförts utanför Sverige, men främst i USA och Storbritannien. Dessa ger blandade resultat. En studie genomförd av Goldreyer och Diltz (1999) visar att

fonder som använt sig av positivt urval gav högre avkastning. Även en studie genomförd av Kempf och Osthoff (2007) ger det liknande resultatet att högre avkastning kan skapas genom att använda sig av positivt urval eller så kallat ”best-in-class” urval. Andra studier visar på motsatsen som exempelvis en studie av Jones, Van der Laan, Frost och Loftus (2008) som drog slutsatsen att en begränsad portfölj alltid kommer att underprestera relativt en obegränsad portfölj. Renneboog et al (2008) påvisade efter sin studie att hållbarhetsbegränsningar inte har någon effekt på avkastning eftersom endast marknadsrisk har det. Detta går hand i hand med klassisk nationalekonomisk teori. Några studier visar alltså att hållbara fonder ger högre avkastning, några att avkastningen inte påverkas och några visar på en lägre avkastning för hållbara fonder. Mer om detta under avsnittet **tidigare studier**.

## **2. Problemformulering & hypotes**

### **2.1 Problemformulering**

Studien grundar sig i att ta reda på om det ger högre avkastning att investera i hållbara fonder relativt traditionella fonder samt även undersöka hur fondbolag idag arbetar med hållbarhet i förvaltningen. Är det möjligt att spara hållbart och ansvarsfullt utan att behöva göra avkall på god avkastning?

### **2.2 Hypotes**

Studiens grundläggande hypotes var att hållbara fonder på sikt, här definierat som tre, fem och tio år, ger en högre avkastning relativt traditionella fonder. Denna hypotes går emot klassisk nationalekonomisk teori vilket beskrivs mer nedan men flera tidigare studier, främst utanför Sverige, har visat att hållbart urval kan leda till en högre avkastning. Dessa tidigare studier beskrivs nedan i avsnittet **teori och tidigare forskning**.

## **3. Teori och tidigare forskning**

### **3.1 Efficient market hypothesis (EMH)**

Enligt EMH är marknaden effektiv, vilket betyder att all information angående aktier (fonder) redan är prissatt i kurserna. Det betyder att om ingen ny information delges marknaden är kurserna rättvisa. Enligt denna hypotes vill alla investerare hitta investeringar med ett högt *alpha* (avkastning över vad som är förväntat av marknaden och aktuell risk). När således en arbitragemöjlighet (riskfri) blir allmänt känd kommer alla investerare att rusa dit för att ta del av investeringsmöjligheten tills kurserna återigen är rättvisa. Några investerare kommer att erhålla en högre avkastning och några en lägre. Avkastningen jämnas ut så att marknadens genomsnittliga *alpha* är noll (Bodie, Kane, Marcus, 2014).

### **3.2 CAPM-modellen**

Enligt CAPM-modellen (Capital asset pricing model) är riskpremien, vad en investerare erhåller i avkastning för den risk som tas, endast påverkad av marknadsrisken. Enligt modellen, som är den mest använda inom finansiell teori, går all risk förutom marknadsrisk att diversifiera bort genom att sprida risken på flera innehav. Eftersom endast marknadsrisken inte går att diversifiera bort är det



endast denna risk som betalar sig i form av en riskpremie (Bodie, Kane, Marcus, 2014).

### **3.3 Fama & French three-factor-model**

Utanför CAPM-modellen finns det några studier som visar på att det går att få högre avkastning genom att följa vissa strategier. Bland annat har det visat sig vara lönsamt att investera i så kallade värdeaktier: aktier med ett högt book-to-market-value (bokfört värde jämfört med marknadsvärde) eller ett lågt P/E-tal (relationen mellan priset på ett bolags aktier och bolagets intäkter). Även att köpa mindre bolag har visat sig vara lönsamt. Ett exempel på dessa studier är tre-faktor-modellen som menar att förväntad avkastning, förutom marknadsrisk, även påverkas av dessa två anomalier (Bodie, Kane, Marcus, 2014).

### **3.4 Sammanfattning**

Enligt EMH är marknaden effektiv, enligt CAPM-modellen är det endast marknadsrisk som betalar sig i form av en riskpremie och enligt Fama & French modell går det att få en högre avkastning genom att investera i vissa typer av aktier. För att följa dessa resonemang samt studiens hypotes kan en fjärde faktor läggas till i Fama & French modell, nämligen hållbarhet. Studiens hypotes är att en hållbar investeringsstrategi lönar sig på sikt och därigenom ger en högre avkastning likt den som småbolagsaktier gett historiskt. Det bör nämnas att denna hypotes går emot grundteorin i CAPM-modellen som säger att en investerare bör äga marknadsportföljen (eftersom endast marknadsrisk betalar sig) och hållbara fonder äger endast en del av marknadsportföljen på grund av urval vilket i sig borde göra att hållbara fonder avkastar sämre än traditionella fonder som investerar i marknadsportföljen.

### **3.5 Svenska studier**

#### **3.5.1 AP7 i samarbete med Dr. Emma Sjöström**

Sjunde AP fonden publicerade en översiktsstudie av Emma Sjöström (2011) gällande all akademisk forskning som gjorts på ämnet mellan 2008-2010. Den visar att en tredjedel av totalt 21 studier finner att hållbara investeringar inte medför vare sig högre eller lägre avkastning. Nästan lika många studier uppvisar ett blandat resultat: att det varierar över tid, beror på vilken sparprodukt och på vilken marknad. Fem av studierna visar att hållbara investeringar ger en högre

avkastning än mindre hållbara medan tre av studierna visar det motsatta. Emma Sjöström har fortsatt att forska inom ämnet vilket det står mer om i avsnittet **slutsats, analys och vidare forskning**.

### **3.5.2 Naturvårdsverkets studie**

Naturvårdsverket genomförde år 2000 en studie kring avkastning och risk i nordiska miljöfonder. Enligt studien har 7 av 13 miljöfonder bättre absolut avkastning, 8 av 13 har högre sharpekvot och 10 av 13 har högre treynorkvot än respektive jämförelsefond under den studerade perioden. Studien visar att de nordiska miljöfonderna tenderar att överträffa snarare än underträffa jämförelsefonderna avseende såväl absolut som riskjusterad avkastning. Studiens resultat bekräftas av resultaten från flera internationella studier som visar att miljö- och etikfonder tenderar att ha en låg risk och ofta presterar minst lika bra och ibland bättre än jämförelseindex eller andra fonder som saknar miljö/etiska placeringskriterier.

### **3.5.3 Studie av SvD i samarbete med Morningstar**

Svenska Dagbladet genomförde 2015 en studie på etiska fonders avkastning i samarbete med Morningstar. Studien som gjordes på 150 svenska fonder, varav 5 procent var etiska, visade att etiska fonder har avkastat bättre både på kort och lång sikt. Denna studie valde ut de fonder som marknadsförs som etiska och visar att dessa fonder gick bättre relativt konkurrenterna under perioderna YTD (year to date), ett år och tio år. Som ett tillägg i denna studie inhämtades från Morningstar en uppdatering av studien som genomfördes 2015 med färsk siffror. Resultatet blev då att de etiska fonderna i genomsnitt gick bättre på tio år men marginellt sämre på ett år samt YTD.

## **3.6 Studier utanför Sverige**

### **3.6.1 Hållbarhet ger högre avkastning**

Goldreyer och Diltz (1999) fick efter sin studie fram resultatet att fonder som använt sig av någon typ av hållbarhetsurval avkastar bättre än fonder som inte gjort det. Liknande resultat kom även Kempf och Osthoff (2007) fram till när de studerade om investerare kan få högre avkastning genom att välja högt betygsatta SRI bolag. Deras resultat visar att högre avkastning kan åstadkommas genom att köpa högt värderade SRI bolag och sälja lågt värderade. Detta genom att använda

sig av positivt urval eller så kallat "best-in-class" urval och inte enbart negativt urval vilket varit det vanligaste tidigare. Även Derwall, Guenster, Bauer och Koedjik (2005) fann i sin studie signifikant skillnad mellan hållbara- och traditionella fonders riskjusterade avkastning. De fann att högt värderade amerikanska SRI aktier överpresterar relativt traditionella aktier och att det inte kan bero på marknadens känslighet, investerarstil eller industriavvikelser. En studie genomförd av Statman och Glushkov's (2009) visar att amerikanska portföljer innehållande bolag med mycket socialt ansvarstänk i form av miljö, anställdas välmående och relationer avkastar bättre än portföljer med mer traditionella bolag. Den senare nämnda studien visar dock på problemet att urval, när det kommer till investeringar, kan begränsa investeraren och därför minska möjligheten till högre avkastning. Socialt ansvarsfulla portföljer väljer exempelvis ofta bort bolag med anknytning till alkohol, tobak, spel och vapen. Studien visar därför att nettoeffekten av SRI begränsningar är noll. Studien pekar dock på att investerare som väljer "best-in-class" bolag men inte exkluderar vissa bolag kan få en bra avkastning. Denna strategi går däremot inte alltid hand i hand med vad som anses vara hållbart. Hamilton et al (1993) visar i sin studie att SRI portföljer överpresterar traditionella portföljer. Teorin är att de gör det på grund av att marknaden inte prissätter hållbarhet på ett korrekt sätt. Denna syn har underbyggda argument i och med att bolag som drivs med hänsyn tagen till etik och ansvarsfullhet signalerar en bra ledning vilket borde ge högre avkastning. Dessa bolag har ofta även bättre riskmedvetenhet vilket borde minska kostnaderna i exempelvis en kris. En slutsats i studien är att SRI bolag kan överprestera traditionella bolag om kostnaden för kriser relaterade till miljö- och samhällsansvar undervärderas. Dessa fyra studier är alltså ganska samstämmiga i sina resultat att hög avkastning samtidigt som investeringarna är hållbara gäller ("doing well while doing good").

### ***3.6.2 Hållbarhet har ingen effekt på avkastning***

En annan syn erhålls från studier genomförda av Renneboog et al (2008) och även till viss del Goldreyer och Diltz (1999) som nämndes ovan. Dessa studier menar att marknaden inte prisar in social ansvarsfullhet (SRI), vilket följer traditionell nationalekonomisk teori att endast marknadsrisk betalar sig i form av högre avkastning (exempelvis CAPM, se tidigare avsnitt). Renneboog et al (2008) visar

i sin omfattande studie signifikanta bevis på att hållbara fonder i USA, flertalet länder i Europa, Asien och Oceanien underpresterar relativt traditionella fonder oavsett SRI begränsning eller inte (exempelvis i Sverige). Resultatet var inte statistiskt säkerställt för alla länder som ingick i studien. Sverige var dock ett undantag där en negativ effekt på den finansiella prestationen bevisades för de hållbara fonderna. Deras främsta slutsats var dock att SRI-begränsningar inte har någon effekt på avkastning eftersom endast marknadsrisk har det, alltså att hållbarhet i investeringar inte har någon effekt. När Gil-Bazo, Ruiz-Verdù och Portela (2010) jämförde amerikanska SRI fonder med traditionella fonder förvaltade av samma fondbolag fann de ingen signifikant skillnad i avkastning men att SRI fonder förvaltade av fondbolag som är specialiserade på SRI frågor överpresterar jämfört med traditionella fonder. Slutsatsen att hållbarhet inte har någon effekt på avkastning kom även Bauer et al (2005) fram till i sin studie av 103 etiska fonder i Tyskland, Storbritannien och USA. De fann ingen statistisk signifikant skillnad i avkastning mellan etiska och traditionella fonder efter att ha justerat för faktorer som storlek, marknadsvärde och momentum.

### ***3.6.3 Hållbarhet ger sämre avkastning***

Några studier visar att hållbarhet inte lönar sig ("doing bad while doing good"), exempelvis Markowitz, H (1959) som menar på att en begränsad portföljstrategi alltid kommer att avkasta sämre än en strategi som är obegränsad. Detta resultat kom även Jones, Van der Laan, Frost och Loftus (2008) fram till när de undersökte 89 SRI fonder i Australien under perioden 1986-2005. Deras studie visar att SRI fonder avkastar sämre än traditionella fonder vilket nationalekonomisk teori (exempelvis CAPM) förutspår. De menar, liksom Statman och Glushkov att begränsningarna försämrar investerarens möjlighet till avkastning. Investeringsuniversumet blir begränsat på grund av hållbart urval. Detta behöver dock inte alltid stämma. I Grossman och Sharpes studie (1986) kunde en etisk fond överprestera en vanlig fond i de fall som fonden innehöll oproportionerligt många småbolagsaktier som över tiden överpresterar storbolagsaktier. Detta kan därför leda till perioder där hållbara fonder presterar bättre än traditionella fonder – inte på grund av de sociala faktorerna utan snarare för att småbolag generellt kan överprestera storbolag - vilket Chang och Witte studerade 2010. Deras resultat efter studien visar på att SRI fonder generellt

avkastar sämre än traditionella fonder men att det finns undantag, exempelvis småbolagsfonder och även bland- och räntefonder har i perioder avkastat bättre. De skriver att det därför inte går att säga att kostnaden för SRI investeringar är homogen.

Tidigare studier har alltså varierande resultat och är till stor del genomförda utanför Sverige, främst i USA och Storbritannien. Att resultaten är varierande kan bero på urvalsstorlek, tidsperiod och område där studien utförts. Något som också kan noteras är att samtliga studier har jämfört hållbara fonder med traditionella fonder vilket även är fallet i denna uppsats. De flesta fondbolag arbetar idag på något sätt med hållbarhet och det är inte längre något som endast de uttalat hållbara fonderna gör. Utz och Wimmer (2014) tar upp detta problem i sin studie. De menar att även om det finns många aktörer som ger ut hållbarhetsbetyg så har få studier genomförts på den faktiska hållbara prestationen och skriver att framöver kanske en annan typ av studie bör genomföras med fokus på vad i hållbarhetsarbetet som genererar högre eller lägre avkastning.

## 4. Praktiskt ramverk

I detta avsnitt beskrivs några grundläggande begrepp för att förenkla vidare läsning.

### 4.1 Vad är en hållbar fond?

Att definiera en hållbar fond är inte helt enkelt eftersom det i dagsläget saknas konsensus på marknaden kring hur en sådan fond ser ut. Betydelsen av vad en hållbar fond innefattar varierar således från ett fondbolag till ett annat. En allmän förväntan på en fond som säger sig vara hållbar är att fonden enbart investerar i hållbara bolag och exempelvis inte investerar i fossila bränslen. I den kvalitativa enkätstudien som genomfördes parallellt med den empiriska studien (mer om denna i avsnittet **resultat från enkätstudie**) framkom lite olika svar på vad en hållbar fond är från de deltagande fondbolagen. Exempelvis svarade Nordea att det är en fond som integrerar ESG (Environmental, social & corporate governance) analys, SEB svarade att det är en fond som investerar i bolag med sunda affärsmodeller och Lannebo Fonder svarade att det är en aktivt långsiktigt förvaltad fond där investeraren tar hållbarhetsaspekter i beaktande i

investeringsprocessen samt för en aktiv dialog med bolagen. Studiens definition av en hållbar fond är en fond som är *uttalat hållbar* genom sin marknadsföring, exempelvis via fondnamnet, via en tydligt hållbar inriktning på hemsidan/fondfaktabladet eller via annat marknadsföringsmaterial. Forskning kring hållbara fonder baseras således på olika antaganden om vad som är en hållbar fond. Exempelvis kan fonder som är medlemmar i PRI (FN:s direktiv för ansvarsfulla investeringar) väljas eller de som marknadsförs som hållbara. De flesta tidigare studier som tagits upp i denna uppsats har definierat hållbara fonder på samma sätt som denna studie, nämligen som de som marknadsförs som hållbara. Det kan vara ett problem med denna definition då äktheten i fondbolagens marknadsföring inte kan verifieras, men det finns inga bättre alternativa definitioner. ENF, Etiska nämnden för fondmarknadsföring, har uttalade krav på vad fondbolag måste leva upp till för att få marknadsföra en fond som hållbar. Om ett fondbolag marknadsför en fond som hållbar måste bolaget bland annat ha definierade processer för hur placeringar väljs utifrån de kriterier som är uppställda, ha gjort ett officiellt åtagande i relation till ett tredjepartsorgan där uppföljning ingår, ha löpande kontroller på att åtagandena följs, redovisa placeringspolicyn på ett lättillgängligt sätt och årligen redovisa att placeringspolicyn följs. Diverse redovisningsmetoder för hållbarhet finns, exempelvis **hållbarhetsprofilen.se** och **sparahållbart.se**, som ska underlätta för fondsparare med information kring fonders hållbarhetsarbete. Den första är endast en självdeklaration från fondbolagen utan tredjeparts verifiering av hållbarhetsarbetet och den andra väger endast in investeringar i fossila bränslen. Mer om detta under **hållbarhetsmärkningar**.

## 4.2 Aktiefonder

En aktiefond investerar minst 85 procent av fondförmögenheten i aktier och har i förhållande till andra fondtyper en högre risk vilket betyder att sannolikheten för såväl värdeökning som värdeminskning är större. Inom kategorin aktiefonder finns många olika placeringsinriktningar med olika risk och avkastningsmöjligheter. Generellt sett har bredare aktiefonder som sprider risken på olika regioner och branscher lägre risk än mer nischade aktiefonder.

Aktiefonder som investerar på mer etablerade marknader, såsom Sverige, har en lägre risk än fonder som investerar på exempelvis tillväxtmarknader.

### **4.3 Sverigefond**

En Sverigefond investerar i svenska aktier.

### **4.4 Etiska fonder**

Fonder som kallas etiska fonder eller SRI (Socially Responsible Investments) fonder tar på olika sätt hänsyn till agerandet i de bolag de investerar i. Investeringar i bolag genomförs utifrån negativ eller positiv screening. Negativ screening betyder att fonden undviker att investera i vissa branscher eller specifika bolag. Det kan vara branscher som vapen, alkohol och tobak. Positiv screening betyder att fonden väljer in bolag utifrån hur hållbara de är, till exempel kan bolag väljas in för att de är verksamma inom förnybar energi. Etiska fonder har ofta en placeringspolicy som tydligt talar om hur hållbarhet anpassas i förvaltningen och vilka kriterier som gäller för respektive fond. Enligt Sasja Beslik (chef för hållbara investeringar på Nordea), i nr 25 av ”fondpodden”, är dessa etiska fonder mer och mer ovanliga i dag samtidigt som ett generellt hållbarhetstänk ökar bland fonder.

### **4.5 Miljöfonder**

En undergrupp till etiska fonder är miljöfonder som fokuserar på bolag med specifik klimathänsyn, till exempel förnybar energi. Det finns även ”bäst-i-klassen-fonder” som investerar i de bolag som anses ha bäst uppsatta miljökriterier i exempelvis en viss bransch samt miljöfonder med en social dimension.

### **4.6 Ideella fonder**

Detta är en grupp fonder som skänker en del av sitt förvaltningsarvode till välgörande ändamål, exempelvis forskning eller föreningar.

### **4.7 Hållbara fonder i övrigt**

Utöver dessa kategoriseringar av hållbara fonder är det lite mer otydligt hur fondbolag arbetar och bör arbeta med hållbarhetsfrågor. Några fonder marknadsför sig som gröna och andra arbetar med hållbarhet i hela sin förvaltning utan att för den sakens skull definiera sina fonder som hållbara eller etiska. Att vara aktiva ägare är ett sätt att arbeta med hållbarhet och försöka påverka de bolag

fonden investerar i. Genom att integrera miljöfrågor, sociala frågor och styrningsfrågor i investeringsprocessen blir insikten i bolagen tydligare vilket minskar risken för investerare att göra en dålig investering. Detta står om hållbara investeringar på Fondbolagens förenings hemsida, vilket indikerar att hållbarhet återfinns på hela fondmarknaden:

”Ansvarsfulla investeringar är inte någonting som är förbehållet den grupp som säljer specifika hållbarhetsfonder. Det är en bärande princip för alla fondbolag att agera på ett etiskt godtagbart sätt. Etiska ställningstaganden ingår i all fondverksamhet och är absolut nödvändiga för att skapa och upprätthålla förtroendet för fondmarknaden. Även lagstiftaren förväntar sig av fondbolagen att dessa ska agera hederligt, rättvist och professionellt”.

## **4.8 Hållbarhetsmärkningar**

Det finns ännu ingen tydlig definition av vad hållbara fonder är utan varje fondbolag gör sin egen definition av begreppet och hur de vill implementera det i sin förvaltning. Arbetet med hållbarhetsfrågor kan alltså variera mycket mellan olika fondbolag. För att sparare ska kunna skilja på fondbolagens hållbarhetsarbete måste därför detaljerade märkningar, kvantifierbara mått samt bedömningskriterier tas fram. På marknaden finns några olika typer av märkningar/självdeklarationer av hållbarhet men tredjepartscertifiering är fortfarande ovanligt.

### **4.8.1 Morningstars hållbarhets ranking**

I mars 2016 lanserade ratinginstitutet Morningstar ett betygssystem för att visa hur hållbara olika fonder är. Fondernas innehav får poäng på hur de arbetar med hållbarhet och därefter aggregeras de enskilda innehavens poäng upp på fondnivå. Hållbarhetsanalysen av innehaven erhålls av analysbolaget Sustainalytics. Fonderna får ett hållbarhetsbetyg och jämförs med de andra fonderna i sin kategori. Inom varje kategori fördelas en till fem jordglober där den fond som innehar flest hållbara bolag får fem jordglober och den fond som innehar minst antal hållbara bolag får en jordglob.

### **4.8.2 Hållbarhetsprofilen**

Swesif (Sveriges forum för hållbara investeringar), ett oberoende nätverksforum för organisationer som arbetar för eller med hållbara investeringar i



Sverige, har tillsammans med sina medlemmar tagit fram Hållbarhetsprofilen för att sparare på ett överskådligt och enkelt sätt ska kunna få information om hur fonder tillämpar hållbarhetskriterier i sin förvaltning. Fondbolagen gör på sidan **hållbarhetsprofilen.se** en egen självdeklaration och visar sparare hur fonderna arbetar med hållbarhetsfrågor. Tre nivåer finns att fylla: Väljer in, Väljer bort och Påverkar. Hållbarhetsprofilen kan ses som ett komplement till fondernas faktablad.

#### **4.8.3 Sparahållbart.se**

På denna sida kan sparare jämföra fonders fossila avtryck samt vilka fonder som investerar i exempelvis tobak, vapen, alkohol och spel. På sidan finns även mycket information kring hållbart sparande, bland annat en definition av vad hållbarhet är: ”Utveckling som tillgodoser dagens behov utan att äventyra kommande generationers möjligheter att tillgodose sina behov”.

#### **4.8.4 Koldioxidmärkning**

Något som är på gång att bli etablerat på fondmarknaden är en så kallad koldioxidmärkning av fonder. För att få ett lägre koldioxidavtryck bör fonden undvika att investera i fossila bränslen. Detta kan vara ett sätt för sparare att undvika indirekta investeringar i fossila bränslen. En majoritet av Sverigefonderna är i dag fossilfria. Många fondbolag mäter redan fondernas koldioxidavtryck och redovisar det på sina hemsidor. Även Bloomberg, ett finansiellt informationsföretag, redovisar i dagsläget koldioxidmärkning och som nämnt ovan finns informationen på sparahallbart.se.

#### **4.9 PRI**

Principles for responsible investment är FN:s direktiv för ansvarsfulla investeringar och består av sex principer som fondbolagen måste följa när PRI skrivs under:

1. Vi ska beakta miljö-, samhälls- och ägarstyrningsaspekter i våra investeringsanalyser och placeringsbeslut
2. Vi ska vara aktiva ägare och införliva miljö-, samhälls- och ägarstyrningsaspekter i våra riktlinjer och i vårt arbete
3. Vi ska verka för en större öppenhet kring miljö- och samhällsfrågor samt ägarstyrning hos de bolag som vi placerar i

4. Vi ska aktivt verka för att dessa principer följs i finansbranschen
5. Vi ska samarbeta för att följa principerna så effektivt som möjligt
6. Vi ska redovisa vad vi gör och hur långt vi har nått i vårt arbete med att följa principerna

#### **4.10 Montreal Pledge**

Genom att signera Montreal Pledge, som är sponsrat av PRI, lovar investerarna att mäta och redovisa koldioxidavtryck på årlig basis.

## 5. Metod och datainsamling

### 5.1 Val av fonder

För att en fond ska definieras som en hållbar fond i studien ska fondbolaget uttryckligen förmedla att fonden är hållbar/etisk och tillämpar hållbarhetsrelaterade kriterier, det vill säga, uttrycker sig i termer liknande:

- beaktar i sina placeringar internationella normer och riktlinjer för miljö, socialt ansvar och bolagsstyrning
- tar affärsetiskt ansvar
- har som utgångspunkt att väga in både möjligheter och risker utifrån ett hållbarhetsperspektiv
- avstår från att investera i bolag som verifierat bryter mot internationella normer avseende miljö, arbetsrätt, mänskliga rättigheter och korruption
- avstår från att investera i bolag som hämtar sina huvudsakliga intäkter från tobak, alkohol, spel, vapen och pornografi
- avstår från att investera i särskilt inhumana vapen
- investerar inte i kol-, gas- och oljeexploateringsbolag

Data har samlats in via Morningstar för 173 svenska aktiefonder, inkluderat nedlagda under mätperioden 2006-03-01 t.o.m. 2016-02-29, i form av månadsavkastning. En annan källa hade kunnat väljas men skulle ge samma data då detta är publik information. De fonder som inkluderats i studien är svenska aktiefonder, registrerade i Sverige under Finansinspektionens tillsyn. Från denna information har sedan en jämförelse genomförts mellan hållbara fonder och traditionella fonder för perioderna tre, fem och tio år. En jämförelse har också gjorts mot ett relevant jämförelseindex. Fonderna har valts ut för att vara så lika som möjligt förutom när det kommer till hållbarhetskriterierna. Detta för att kunna urskilja effekten av den studerade parametern hållbarhet. Viss skillnad förekommer alltid i form av startdatum och storlek på fonderna men dessa skillnader anses inte ha signifikant betydelse för studien. De utvalda fonderna är svenska aktiefonder med inriktning mot stora bolag. Fonderna med inriktning mot småbolag valdes bort på grund av att inriktningen då skulle skilja sig för mycket mellan de studerade fonderna och resultera i olika jämförelseindex. Av de totalt

173 Sverigefonderna har 38 fonder klassificerats som hållbara utifrån kriteriet beskrivet i avsnittet **Vad är en hållbar fond?** Samtliga studerade fonder finns redovisade i bilaga 1.

## 5.2 Val av jämförelseindex

SIXPRX (SIX Portfolio Return Index) har valts som jämförelseindex då det på ett bra sätt speglar marknadsutvecklingen av bolag på Stockholmsbörsen.

Utdelningar är återinvesterade i indexet och en viktbegränsning har satts utifrån UCITS-bestämmelser (inget bolag får överstiga 10 procent samt att bolag som väger fem procent eller mer inte får väga mer än 40 procent tillsammans) vilket stämmer mycket bra överens med de utvalda fondernas placeringsbestämmelser.

## 5.3 Val av index för riskfri ränta

För att kunna utföra CAPM-regressionen som beskrivs nedan behövs ett mått för den riskfria räntan. För detta valdes OMRX Treasury Bill index som speglar utvecklingen på svenska statskuldväxlar. Indexet är en i princip helt riskfri placering och kan jämföras med att ha pengarna placerade på ett bankkonto.

## 5.4 Regressionsanalys

En regressionsanalys har genomförts i form av CAPM i statistikprogrammet R för att beräkna Jensen's Alpha (förklaras närmare nedan). Denna modell beskrivs mer ingående i avsnittet **CAPM-modellen**. Analysen har genomförts för hela mätperioden (tio år) för båda fondgrupperna i relation till riskfri ränta och jämförelseindex. Regressionen ser ut som följer:

$$E(r_i) = r_f + \beta (r_m - r_f)$$

$E(r_i)$  = Förväntad avkastning för fonden

$r_f$  = Riskfri ränta

$r_m$  = Förväntad avkastning för marknaden (jämförelseindex)

$\beta$  = Beta, vilket speglar känsligheten hos fonden relativt jämförelseindex

## 5.5 Val av avkastningsmått

Jämförelsen av fondernas avkastning har gjorts på tre, fem och tio års sikt.

Jämförelsen har gjorts mellan hållbara och traditionella fonder samt i relation till jämförelseindex och riskfri ränta.

### 5.5.1 Nettoavkastning

Nettoavkastning (efter avgifter) har beräknats för fonderna för de olika perioderna. Detta har gjorts genom att beräkna geometriskt värde, vilket är norm att göra vid beräkning av historisk avkastning. Denna beräkning förräntar avkastningen som uppstår och ger en bättre bild av hur förmögenheten utvecklas till skillnad mot exempelvis aritmetiskt värde (Bodie, Kane, Marcus, 2014). För en fondsparare är detta det mest relevanta och visar hur mycket pengarna har ökat i värde under perioden. För de fonder som delar ut en del av avkastningen till välgörenhet, så kallade välgörenhetsfonder, har avkastningen justerats för detta. När det kommer till nettoavkastningen har två olika metoder använts. 1: En ”genomsnittsfond” har simulerats (medelvärde av avkastning för fonderna i respektive grupp per månad) för att visa vad den ackumulerade totalavkastningen hade blivit om en investering gjorts i denna ”genomsnittsfond” vid mätperiodens början. 2: Ett medelvärde av alla fonders enskilda nettoavkastning i respektive grupp och period har tagits fram. Skillnaden är alltså att metod 1 visar vad avkastningen hade blivit om en investering gjorts i samtliga fonder (lika stor del i varje fond) första dagen av varje mätperiod medan metod 2 visar totala nettoavkastningen delat på antal fonder. Den senare beräkningen ger en lägre nettoavkastning på grund av så kallade avvikare (fonder med väldigt hög eller låg nettoavkastning) samt att ränta-på-ränta<sup>1</sup> effekten inte tas med.

### 5.5.2 Jensen's Alpha

Från regressionsanalysen har alpha tagits fram för fondgrupperna, vilket beräknar den extra avkastning fonden eventuellt har jämfört med förväntad avkastning. Ett positivt alpha betyder att fonden gått bättre än förväntat, givet jämförelseindex och riskfri ränta (Bodie, Kane, Marcus, 2014).

---

<sup>1</sup> Ränta på ränta är en effekt som uppstår när ränta på redan investerat kapital förräntas över tiden.

$$\alpha = r_i - (r_f + \beta(r_m - r_f))$$

$r_i$  = Fondens avkastning

$r_f$  = Riskfri ränta

$r_m$  = Förväntad avkastning för marknaden (jämförelseindex)

$\beta$  = Beta, vilket speglar känsligheten hos fonden relativt jämförelseindex

Utöver detta har några riskjusterade mått beräknats för hela perioden:

### 5.5.3 Sharpekvot

Sharpekvot är ett mått som mäter avkastning relaterat till risk (volatilitet). Måttet beräknar en kvot mellan riskpremie och standardavvikelse vilket mäts som variationerna i fondens avkastning (Bodie, Kane, Marcus, 2014).

$$\frac{r_i - r_f}{\sigma}$$

$r_i$  = Fondens avkastning

$r_f$  = Riskfri ränta

$\sigma$  = Standardavvikelse

### 5.5.4 Treynorkvot

Treynorkvoten beräknar avkastning relaterat till icke diversifierbar risk i form av beta. Sharpekvoten har kritiserats eftersom det måttet justerar avkastningen med hänsyn till fondens totala risk (standardavvikelsen) och bortser från att en fondsparare kan diversifiera bort den unika risken i en enskild fond genom att investera i flera olika fonder (Bodie, Kane, Marcus, 2014). Av denna anledning anses det ofta mer relevant att enbart justera för den marknadsrisk (mätt med betavärdet) som inte går att undvika. Som komplement till Sharpemåttet beräknas och redovisas i denna studie även Treynorkvoten.

$$\frac{r_i - r_f}{\beta}$$

$r_i$  = Fondens avkastning

$r_f$  = Riskfri ränta

$\beta$  = Beta, vilket speglar känsligheten hos fonden relativt jämförelseindex

## 6. Enkätstudie

Parallellt med den empiriska studien har en kvalitativ enkätstudie genomförts med sex olika fondbolag för att utreda hur aktörer i branschen arbetar med hållbarhetsfrågor i förvaltningen. Frågorna som skickades ut går att läsa i sin helhet i bilaga 2.

## 7. Empiriska resultat

### 7.1 Resultat av regressionsanalys

**Tabell 1: Nettoavkastning metod 1 (genomsnittsfond)**

	Hållbara fonder	Traditionella fonder
3 år	39,76%	40,33%
5 år	53,43%	52,94%
10 år	96,32%	98,60%

**Tabell 2: Nettoavkastning metod 2 (medel)**

	Hållbara fonder	Traditionella fonder
3 år	19,05%	28,46%
5 år	22,96%	38,25%
10 år	51,58%	70,44%

**Tabell 3: Aggregerat resultat**

	Hållbara fonder	Traditionella fonder
Alpha	-0,0012	-0,0011
P-värde	0,00018	8,34E-08
t-värde	-4,17	-5,67
Beta	1,00	0,98
P-värde	< 2,2e-16	< 2,2e-16
t-värde	81,67	99,72

Resultat från CAPM-regression i R

Minimum och maximumvärden för båda grupperna fonder samt de riskjusterade måtten är för hela perioden.

**Tabell 4: Minimum 10 år**

<b>Hållbara fonder</b>	-33,31%
<b>Traditionella fonder</b>	-43,07%

**Tabell 5: Maximum 10 år**

<b>Hållbara fonder</b>	155,49%
<b>Traditionella fonder</b>	257,54%

**Tabell 6: Riskjusterade mått**

	<b>Hållbara fonder</b>	<b>Traditionella fonder</b>
<b>Sharpekvot</b>	0,09	0,117
<b>Treynorkvot</b>	0,004	0,052

#### **Nettoavkastning hållbara fonder (utan nedlagda fonder)**

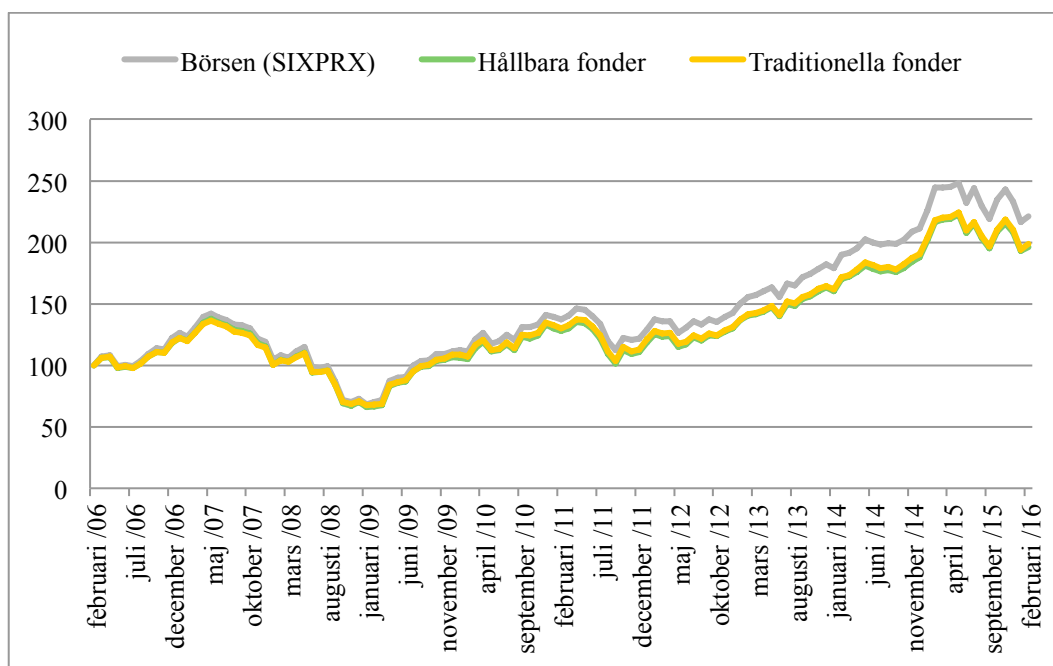
För att se hur de hållbara fonderna har gått utan den negativa påverkan av de fonder som lagts ned under perioden genomfördes en beräkning av nettoavkastning för gruppen hållbara fonder exklusive de som lagts ned under perioden. Resultatet visar att de hållbara fonderna som grupp då presterat betydligt bättre.

**Tabell 7: Nettoavkastning exklusive nedlagda fonder**

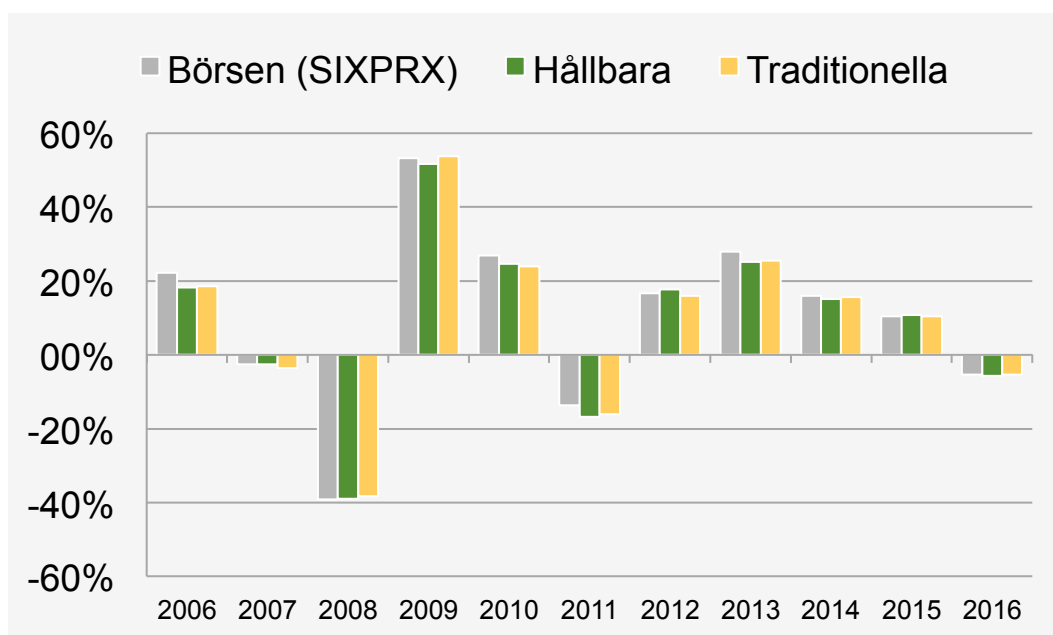
	<b>Hållbara fonder</b>
<b>3 år</b>	36,20%
<b>5 år</b>	48,44%
<b>10 år</b>	90,41%



Nedan visas två grafer med utvecklingen av nettoavkastning för genomsnittsfonderna samt jämförelseindex på tio år.



Graf 1: Indexerad utveckling 2006-03-01 t.o.m. 2016-02-29.



Graf 2: Nettoavkastning årsvis 2006-03-01 t.o.m. 2016-02-29.

## Beskrivning av resultatet

Två regressioner har genomförts i statistikprogrammet R i form av CAPM för hela mätperioden (tio år). En regression har genomförts för hållbara fonder och en för

traditionella fonder. Resultatet visar på ett negativt alpha för båda grupperna över hela perioden. Det låga p-värdet och/eller höga t-värdet för regressionerna indikerar att nollhypotesen (ingen förklaringsgrund) inte kan förkastas och att medelvärdet för alpha och beta är signifikant. Om  $p < 0,05$ , liksom om  $t > 1,96$ , kan inte nollhypotesen förkastas på signifikansnivån 95 procent. Vad som kan observeras är skillnaden i alpha mellan hållbara och traditionella fonder. Traditionella fonder har ett högre alpha men det är inte en signifikant skillnad, endast 0,0115 % på tio år. Betavärdena för båda grupperna tyder på att korrekt jämförelseindex har använts då de är mycket nära ett, vilket betyder en stark korrelation med marknaden (jämförelseindex). När metod 1 användes för att jämföra de två grupperna fonder observerades att det är en mycket liten skillnad i avkastning mellan de två, endast 2,3 procent på tio år, vilket också bekräftas i den lilla skillnaden i alpha. De hållbara fonderna gick marginellt sämre under alla perioder förutom på fem år då de presterade bättre. Däremot ger metod 2 större skillnader, där har hållbara fonder levererat sämre avkastning än traditionella fonder under alla perioder. Detta bekräftas även i de riskjusterade måtten som visar på en högre riskjusterad avkastning för traditionella fonder över mätperioden. Skillnaden i avkastning återstår även efter justering för marknadsrisk, i form av Treynorkvoten, vilket tyder på att de hållbara fonderna som grupp har en högre marknadsrisk (ett betavärde på strax över ett). När man tittar på den riskjusterade avkastningen i form av Sharpekvoten är skillnaden fortfarande markant eftersom de hållbara fonderna även har en högre risk i form av standardavvikelse. Medelvärdet av den årsjusterade standardavvikelsen för hållbara fonder var under hela perioden 19,6 procent medan den för traditionella fonder var 18,4 procent.

För att visa hur negativa avvikare kan dra ner snittet simulerades också en portfölj med hållbara fonder utan de som har lagts ned under perioden. När detta gjordes blev nettoavkastningen drastiskt högre för samtliga perioder. På tio år blev nettoavkastningen exempelvis 90,4 procent när nedlagda fonder exkluderades jämfört med 51,6 procent när de var inkluderade. Nedlagda fonder bör tas med i beräkningen eftersom det annars uppstår positiv selektion, en så kallad "survivorship bias" (Bodie, Kane, Marcus, 2014). Skillnaden i hur fonderna gått inom de olika grupperna skiljer sig alltså mycket åt. När man tittar på maximum-

och minimumvärdena uppvisas skillnaderna mellan den bästa och den sämsta fonden. Den sämsta hållbara fonden har gett -33 procent i avkastning medan den bästa hållbara fonden har gett 155 procents avkastning. För traditionella fonder är minimumvärdet -43 procent och maximumvärdet 258 procent. Variationerna är alltså stora. För att ta några exempel på fonder som gått bra respektive dåligt bland de hållbara fonderna så har Handelsbanken Radiohjälpsfonden presterat sämst med en avkastning på -33 procent. Cliens Sverige B har levererat maximumvärdet på 155 procents avkastning på tio år. SEB Stiftelsefond Sverige har också en hög avkastning på 133 procent, liksom Skandia Cancerfond på 139 procent och Skandia Världsnaturfond på 137 procent. För de traditionella fonderna har Coeli Sverige levererat sämst avkastning på -43 procent. Även fonderna Matrix Swedish Equity, SEB Choice Sverigefond 1 och Carlson Sweden A har haft negativa avkastningar på -38 procent, -33 procent och -32 procent. Åt andra hållet har Lannebo Sverige Plus avkastat maximumvärdet på 258 procent. Andra fonder som har gått mycket bra är exempelvis Spiltan Aktiefond Småland på 207 procent, Spiltan Aktiefond Stabil på 181 procent, SEB Sverige Indexfond på 190 procent samt Nordnet Superfonden Sverige på 180 procent på tio år.

En slutsats av resultatet är att avkastningen kan variera en aning beroende på vilket mått som används men att traditionella fonder generellt har gett högre avkastning än hållbara fonder under mätperioden. Denna skillnad är dock liten och det går inte att avgöra om den är signifikant.

## **7.2 Resultat från enkätstudie**

Enkätstudien skickades 2016-02-25 ut till 18 olika fondbolag på den svenska aktiemarknaden och sex bolag kom in med svar: SPP Fonder, Lannebo Fonder, Nordea Fonder, Skandia Fonder, AMF Fonder samt SEB Fonder. Som nämnts tidigare saknas normer och standarder på fondmarknaden när det kommer till fonders hållbarhetsarbete, vilket svaren i enkätstudien bekräftade. Alla svarande fondbolag arbetar på olika sätt med dessa frågor. Dock går det att finna en viss samstämmighet vilket möjligen tyder på en övergång till en mer normbaserad hantering och arbetsgång. Exempelvis har samtliga fondbolag signerat PRI och finns med på hållbarhetsprofilen.se. Något som också går igen i svaren är fondbolagens arbete för att påverka bolagen som de investerar i samt att de går mer mot positiv screening i urvalsprocessen. Alla fondbolag som svarat på enkäten har tydlig och bra information kring hållbarhet på hemsidan och det finns planer på flera håll att starta nya mer renodlade hållbara produkter. En kortare sammanställning av de svar som erhöles från enkätundersökningen redovisas i bilaga 3.

## **8. Slutsats, analys och vidare forskning**

Denna studie ämnade undersöka om det ger högre avkastning att investera i hållbara fonder relativt traditionella fonder. Resultatet skiljde sig något från den grundläggande hypotesen, som löd att hållbara fonder på sikt ger en högre avkastning relativt traditionella fonder, och visade att hållbara fonder mätt som medelvärde gick sämre än traditionella fonder under samtliga mätperioder (tre, fem och tio år). Regressionsanalyserna för hållbara och traditionella fonder visade dock att skillnaden i alpha inte var signifikant. Båda gruppernas alpha var negativt men de traditionella fonderna som grupp hade ett något bättre alpha. Detta bekräftades även när en beräkning av avkastningen för en simulerad ”genomsnittsfond” genomfördes. Skillnaden i avkastning, till fördel för traditionella fonder, var då endast 2,3 procent på tio år. En extra beräkning genomfördes också för de hållbara fonderna utan den negativa påverkan av fonder som lagts ned under perioden. Resultatet gav då en högre avkastning för de hållbara fonderna än de traditionella fonderna för samtliga perioder. Detta resultat är intressant då det eventuellt visar på att några av de tidigt startade

hållbarhetsfonderna inte riktigt lyckades leverera avkastning men att de fonder som nu finns kvar har mer erfarenhet och levererar bra avkastning.

En svårighet med studier kring avkastning är att resultaten kan skilja sig mycket åt beroende på vilket urval av fonder som görs samt för vilken tidsperiod. Som beskrevs under avsnittet **tidigare studier** har flertalet studier genomförts i ämnet med skiljande resultat mot denna studie. Svenska aktiefonder var urvalet i denna studie och gav resultatet att hållbara fonder underpresterat traditionella fonder på de flesta tidshorisonter. Ett helt annat resultat skulle antagligen ha genererats om urvalet hade varit exempelvis globalfonder. En annan svårighet vid studier av just hållbara fonder är att välja ut vilka som är hållbara och vilka som inte är det. I denna studie kategoriserades hållbara fonder utifrån hur fondbolagen marknadsför dem, via exempelvis sin hemsida, i fonddamnet eller liknande. Om en annan kategorisering av hållbarhetsfonder hade gjorts hade resultatet säkerligen blivit ett annat. Denna kategorisering valdes här på grund av att det är vad en sparare har att gå på i dagsläget, men framöver kanske detta ändras med nya hållbarhetsmärkningar, standarder och tydligare information. Som också nämndes tidigare har de flesta studier genomförts genom att jämföra två grupper: hållbara investeringar och traditionella investeringar. Framtidens hållbarhetsarbete kommer antagligen inte vara lika enkelt att separera på det sättet varför studier istället borde fokusera på vad i hållbarhetsarbetet som ger högre eller lägre avkastning och inte se det som att antingen investera hållbart eller inte. De flesta bolag idag arbetar främjande för hållbarhet utan att för den sakens skull kalla sina fonder hållbara.

Varför skiljde sig resultatet från hypotesen? Det finns många anledningar till detta. Enligt nationalekonomisk teori (exempelvis CAPM) kan inte aktiva fonder slå index och hållbara fonder kan inte följa index, vilket i sig borde vara en risk för sämre avkastning. Även det faktum att hållbarhetsurval begränsar investerarens universum skulle kunna leda till lägre avkastning, detta enligt bland andra Markowitz, H (1959). En annan anledning kan vara att vid mätperiodens början var dessa hållbarhetsfonder ett relativt nytt påfund. Kunskapen kring hur arbetet med hållbarhet skulle utföras var knapphändig och många fonder kanske hade en bra idé som sedan var svår att praktiskt utföra. För tio år sedan sågs detta

arbete främst som ett nödvändigt ont som skapade kostnader medan det i dag ses som något positivt som i längden ger en ökad vinst. Detta faktum kan ha bidragit till den svaga utvecklingen av hållbarhetsfonderna i ett tidigt skede. Många av de tidiga hållbarhetsfonderna har även lagts ned under perioden, antagligen på grund av svag avkastning, och dessa har självklart dragit ned genomsnittet för gruppen. Hypotesen i denna uppsats kvarstår trots resultatet då författaren tror att både hållbara bolag och fonder kommer att leverera bättre avkastning relativt konkurrenter i framtiden eftersom detta är ett område som blir mer och mer aktuellt. Frågan i framtiden kommer inte vara hur dyrt det är att analysera ett bolags hållbarhetsarbete, utan snarare hur dyrt det blir om man inte gör det. Hållbarhetsarbetet är antagligen i ett slags växtvärksskede: mycket har hänt och händer men det är fortfarande många frågetecken kring hur arbetet ska hanteras och fortskrida. Detta kommer att kräva en hel del av fondförvaltarna. Med tanke på att fondbolagen alltid ska utgå från andelsägarnas intressen, vilket innebär att skapa den bästa möjliga avkastningen utifrån fondens placeringsinriktning och särskilda kriterier, sätter hållbara fonder stor press på fondförvaltarens skicklighet. Fondförvaltaren ska inte bara fokusera på att skapa en portfölj med så hög avkastning som möjligt till lägsta möjliga risk, utan denne förväntas även ta hänsyn till andra kriterier såsom hållbarhet (Kempf och Osthoff, 2007).

Som enkätundersökningen samt studien i övrigt visar är de hållbarhetsmärkningar som finns i dag mycket knapphändiga. Mer standarder, normer och tydlighet krävs för att hållbarhetsfonderna ska fungera på bästa sätt. Dessa bitar krävs för att en sparare ska kunna förstå vilka fonder som är hållbara och vilka som inte är det samt kunna jämföra grupperna. De hållbarhetsmärkningar som finns i dag har både för- och nackdelar. Den senaste märkningen som kom från Morningstar är ett bra tillskott till märkningarna och kanske den mest informationsgivande hittills. En nackdel är att betyget baseras på endast en aktörs analys, Sustainalytics, samt att varken fonders påverkans- eller förbättringsarbete inkluderas i betyget. Sedan tidigare finns koldioxidmärkningen vilken är tydlig och visuell för sparare men också vilseledande då den inte visar hur fonden arbetar med påverkan samt negativt- och positivt urval i övrigt.

Hållbarhetsprofilen.se är ett bra komplement till fondfaktabladet där sparare kan

läsa om de fonder som registrerat sig för att få en uppfattning om hur fonderna arbetar med hållbarhet, om och hur de väljer in, väljer bort och påverkar bolagen. Nackdelen är att detta inte är tredjepartskontrollerat utan helt enkelt en självdeklaration av fondbolagen själva. Framöver behövs bättre mått på hållbarhet. Nu har som sagt Morningstar lanserat sitt hållbarhetsbetyg, kanske nästa steg är en hållbarhetsrating av de stora ratinginstituten Moodys och Standard & Poors, vilka idag gör kreditrating. Svanenmärkning av fonder är också på gång vilket kan vara ett steg i rätt riktning. Något som behövs är tydlighet kring vad en fond som marknadsför sig som hållbar innefattar. Vad innebär det att ett fondbolag arbetar med hållbarhet? Vad betyder hållbara investeringar? Är det att välja bort, välja in eller att påverka bolag? Det finns i dag mycket olika åsikter i branschen kring hur arbetet ska utföras, vilket gör det ännu svårare att som sparare jämföra fonder.

Att analysera ett bolags hållbarhetsarbete är svårt, bland annat som följd av globaliseringen. Den gör det svårare att följa ett bolags/fondbolags värdekedja som geografiskt kan befinna sig långt ifrån den plats där investeringen görs. Att kunna kontrollera och ta ansvar för alla led i värdekedjan av en produkt blir närmast omöjligt – men desto viktigare. Vårt ansvar för investeringar förminskas genom att effekten av våra handlingar förskjuts i tid och rum (Jensen, T, Sandström, J, 2013). När vi handlar aktier/fonder blir det som ett spel där vi endast ser vad vi tjänar eller förlorar, inte vad som underliggande pågår i bolagen. Fokus för bolag och individer är att vara lönsamma och tjäna pengar, varför hållbarhet måste börja mätas och översättas till finansiella termer. Hållbarhetsrisker är reella finansiella risker. Det förekommer fortfarande till viss del så kallad *grön marknadsföring* (Ottosson, Parment, 2013) i form av certifieringar och liknande. Fonder kan se hållbara ut på pappret men hur mycket som görs bakom kulisserna är svårt att veta. Utz och Wimmer (2014) skriver i sin studie bland annat att det finns skäl att misstänka att hållbara fonder marknadsförs som just hållbara för att generera vinst mer än att vara ett pålitligt tillvägagångssätt att investera hållbart. Sanningshalten i en fonds hållbarhetsarbete har även undersökts i Sverige av Gimbergsson och Kårebrand (2015). Deras studie visade att hållbara fonder i Sverige i större utsträckning håller sitt löfte om att vara hållbara jämfört med de utländska studierna. Slutsatsen är att det krävs

fortsatt forskning inom ämnet och fler bransch-standarder för hur hållbarhet definieras. Hållbarhet kan annars ses som krångligt och rörigt för en sparare som inte är insatt. Att, som i dag, behöva kontrollera varje enskild fond för att veta hur hållbarhet behandlas är inte funktionellt.

Mycket händer på fondmarknaden idag och det finns redan många bolag som arbetar för ökat hållbarhetsarbete. Exempelvis ges dessa priser ut för att lyfta fram förvaltare som arbetar bra med hållbarhet:

- **Best Climate Change Fund**
- **SRI/Sustainable Investment Manager of the Year Award**
- **TBLI Best Asset Manager Investing in ESG**

Även **Dow Jones Sustainability Index** finns i dag och mäter hållbar avkastning för de 2500 största bolagen på Dow Jones Global total stock market index. Ett liknande index kanske kommer för svenska bolag också? Fondbolagensförening arbetar ständigt i samarbete med fondbolagen för att öka förståelsen kring hållbarhet och har tagit fram ett förslag på standard genom en **årlig uppföljning av hållbarhetsöversikt** för att göra det enklare för fondsparare att kunna jämföra olika fonders hållbarhetsarbete. Mycket forskning sker också kring hållbarhet. Som nämndes under **tidigare studier** har Dr. Emma Sjöström forskat i ämnet hållbara investeringar. I hennes senaste skrift i samarbete med AP7 skriver hon om vikten av att forska kring och studera avkastning på hållbara investeringar. Även Swedwatch rapport ”Blir guldets till sand” som kom ut 2011 ger mycket intressant läsning kring hållbara investeringar, dock inte specifikt investering i fonder. Några delar att ta med sig från rapporten är att koldioxidutsläppen från samtliga svenskars sparande år 2011 uppgick till cirka åtta ton koldioxid per person och år. Bland börsnoterade bolag återfinns de största utsläpparna av koldioxid inom kraft-, energi-, råvaru- och industrisektorerna. Som även nämnts här tar rapporten upp att dagens metoder för ansvarsfulla och hållbara investeringar framför allt innefattar negativ- och positiv screening samt påverkan av bolag. Intressant att läsa är att nio av tio kapitalförvaltare i studien inte ser ägande av andelar i portföljbolag med stora fossilreserver eller höga koldioxidutsläpp som en finansiell risk i det kortare tidsperspektivet. Rapporten



skriver att det stämmer väl överens med litteraturens beskrivningar av hur investeringsbeslut i fonder styrs av kortsiktiga analyser, incitament och rapporteringshorisonter. Denna syn har förhoppningsvis förändrats i dag och fortsätter att förbättras framöver.

Författaren har efter att ha genomfört denna studie som ambition att vid tillfälle i framtiden genomföra en liknande studie men med ett större urval av fonder. Det vore intressant att genomföra studien på global nivå.

## **9. Problem/svagheter med studien**

En svaghet med studien är att den egentligen inte säger något om varför vissa fonder har gått bättre än andra. I studier som denna finns alltid risk för partiskhet. Hållbarhet är självklart inte den enda bakomliggande orsaken till avkastningen. Många andra faktorer som inte tagits med i denna studie påverkar också avkastningen, exempelvis förvaltare. Denna studie har dock haft som målsättning att minska risken för partiskhet genom att jämföra fonder som är så lika varandra som möjligt i alla hänseenden förutom hållbarhet. Som nämnts i slutsatsen har också urvalet varit ett problem. Det finns inga standarder kring vad en hållbar fond är och därför ger alla studier som genomförts i ämnet olika resultat beroende på vilket urval av fonder som gjorts. Även fondtyp, bransch, land och mätperiod spelar in på resultatet. En svaghet i studien var också att urvalet av fonder begränsades till svenska aktiefonder.

## **10. Tack**

Jag vill tacka min handledare på Lunds Universitet Anders Vilhelmsson, min stödjande handledare på Lannebo Fonder Maria Nordqvist, Sandra Johansson på SvD, Dr. Emma Sjöström och Jonas Lindmark på Morningstar för er hjälp och svar på mina frågor.

## 11. Referenser

### 11.1 Litteratur

Bodie, Z, Kane, A, Marcus, A (2014); Investments. New York: McGraw-Hill Education.

Jensen, T, Sandström, J (2013); Organisation och ansvar. Malmö: Liber AB.

Ottosson, M, Parment, A (2013); Hållbar marknadsföring. Lund: Studentlitteratur AB.

### 11.2 Internetkällor

Aktiespararna.se (2016). Låt räntan göra jobbet. Hämtat från <http://www.aktiespararna.se/Artikelarkiv/Fonder/2008/augusti/Lat-rantan-gora-jobbet/?lb=no&kampanj=pop-up-nej-tack>.

Chang, C, E., Witte, H, D "Performance Evaluation of U.S. Socially Responsible Mutual Funds: Revisiting Doing Good and Doing Well", American Journal of Business, (2010) Vol. 25 nr: 1, sid. 9 – 24.

Derwall, J., Guenster, N., Bauer, R. och Koedjik, K (2005) The eco-efficiency premium puzzle, Financial Analysts Journal, vol. 61, nr. 2, sid. 51-63.

Fondbolagen förening (2016). SIX Portfolio Return Index (SIXPRX). Hämtat från <http://www.fondbolagen.se/sv/Ordlista/S/SIXPRX/>.

Fondkollen.se (2016). Vilka fonder finns att välja på? Hämtat från <http://fondkollen.se/faktakategori/fondtyper>.

Fondbolagens förening (2012). Aktivt ägarutövande och hållbara investeringar. Hämtat från <http://www.fondbolagen.se/om-oss/vara-viktiga-fragor/sri/>.

Fondbolagen förening.se (2016-04-11). 5,8 miljarder till fonder i mars. Hämtat från <http://www.fondbolagen.se/sv/Aktuellt/Pressmeddelanden/2016/58-miljarder-till-fonder-i-mars/>

Fondbolagen förening.se (2016). ENF – Etiska nämnden för fondmarknadsföring. Hämtat från <http://www.fondbolagen.se/sv/Ordlista/E/ENF---Etiska-namnden-for-fondmarknadsforing/>).

Fondkollen.se (2016). SRI-fonder, etikfonder och hållbarhetsfonder. Hämtat från <http://fondkollen.se/faktafordjupning/etikfond>.

Fondpodden (2015-10-21). Avsnitt 25 – Ansvarsfulla investeringar. Hämtat från <https://soundcloud.com/fondpodden/avsnitt-25-ansvarsfulla-investeringar>.

Goldreyer, E.F och Diltz., (1999) The performance of socially responsible mutual funds: incorporating sociopolitical information in portfolio selection, *Managerial Finance*, vol. 25, nr. 1, sid. 23-26.

Gil-Bazo, J., Ruiz-Verdù, P. och Santos, A.A., (2010) The performance of socially responsible funds: the role of fees and management companies, *Journal of Business Ethics*, vol. 94, nr.2, sid. 243-263.

Grossman, B., och Sharpe, W "Financial Implications of South Africa Divestment" *Financial Analysts Journal*, vol. Juli/August 1986.

Gimbergsson, S och Kårebrand, S (2015). ESG-betyg på den svenska fondmarknaden. En jämförande studie av etiska och traditionella Sverigefonder. [Examensarbete]. Umeå: Umeå Universitet.

Hamilton, S., Jo, H. och Statman, M., (1993) Doing well while doing good? The investment performance of socially responsible mutual funds, *Financial Analysts Journal*, vol. 49, nr. 6, sid. 62-66.

Hållbarhetsprofilen.se (2016). Hämtat från <http://www.hallbarhetsprofilen.se>.

Johansson, S. (2016-03-17). Ny rankning: Så hållbara är fonderna. Hämtat från <http://www.svd.se/ny-rankning-sa-hallbara-ar-fonderna/av/sandra-johansson>.

Johansson, S. (2015-05-31). Hållbara fonder slår konkurrenterna. Hämtat från <http://www.svd.se/hallbara-fonder-slar-konkurrenternas-index>.

- Jones, S., Van der Laan, S., Frost, G. och Loftus, J (2008) The investment performance of socially responsible investment funds in Australia, *Journal of Business Ethics*, vol. 80, nr. 2, sid. 181-203.
- Kempf, A. Och Osthoff, P., (2007) The effect of socially responsible investing on portfolio performance, *European Financial Management*, vol. 13, nr. 5, sid. 908-922.
- Montrealpledge.org (2016). The Montréal Carbon Pledge. Hämtat från <http://montrealpledge.org>.
- Markowitz, H (1959) *Portfolio selection: Efficient Diversification of investments*, Wiley, New York.
- Morningstar.se (2016). Hämtat från <http://www.morningstar.se>.
- Naturvårdsverket.se (2000-12). Miljöhänsyn i fondsparande. Hämtat från <http://www.naturvardsverket.se/Om-Naturvardsverket/Publikationer/ISBN/5100/91-620-5134-2/>).
- Nasdaq OMX (2016). OMRX Treasury Bill index (OMRXTBILL). Hämtat från <https://indexes.nasdaqomx.com/Index/History/OMRXTBILL>.
- Renneboog, L., Ter Horst, J., och Zhang, C., (2008) The price of ethics and stakeholder governance: The performance of socially responsible mutual funds, *Journal of Corporate Finance*, vol. 14, nr. 3, sid. 302-322.
- Sjöström, E. (2011-10-17). The Performance of Socially Responsible Investment - A Review of Scholarly Studies Published 2008-2010. Hämtat från [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1948169](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1948169).
- Sjöström, E (2011-09). AP7: Att vilja ta ansvar är skäl nog för ansvarsfulla investeringar. Hämtat från <http://hallbartkapital.se/2011/09/ap7-att-vilja-ta-ansvar-ar-skal-nog-for-ansvarsfulla-investeringar/>.
- Statman, M. Och Glushkov, D., (2009) The wages of social responsibility, *Financial Analysts Journal*, vol. 65, nr. 4, sid. 33-46.

Swedwatch.org (2015-02-11). Sparandet påverkar klimatet. Hämtat från <http://www.swedwatch.org/sv/rapporter/sparandet-paverkar-klimatet>.

Svanen.se (2016-02-04). Svanenmärkta fonder i samarbete med världsledande certifiering. Hämtat från <http://www.svanen.se/Nyheter/2016/2/Svanenmarkta-fonder-i-samarbete-med-varldsledande-certifiering/>

Sparahallbart.se (2016). Fondjämförelser ur ett hållbarhetsperspektiv har aldrig varit enklare. Hämtat från <http://www.sparahallbart.se>.

Swesif.org (2016). Sveriges forum för hållbara investeringar. Hämtat från <http://www.swesif.org>.

## **12. Bilagor**

Bilaga 1 – Urval av fonder.

Bilaga 2 – Enkät om hållbarhet.

Bilaga 3 – Sammanställning av enkätsvar.

## **Bilaga 1 – Urval av fonder för studie av hållbara fonders avkastning**

### **Hållbara fonder**

Banco Etisk Sverige Pension Inc	Handelsbanken Radiohjälpfonden Inc
Banco Etisk Sverige Special	Handelsbanken Sverige Ind Criteria
Banco Hjälp	Lancelot Avalon
Banco Human Pension	Nordea Swedish Stars icke-utd
Banco Ideell Miljö	Öhman Etisk Index Sverige A
Banco Kultur	Öhman Sverige Hållbar A
Banco Samarit Pension	SEB Stiftelsefond Sverige
Banco Samaritfonden	SEB Sustainability Fund Sweden D
Banco Svensk Miljö	SEB Swedish Ethical Beta Fund
Banco Sverige	Skandia Cancerfonden
Cicero SRI Focus Sverige	Skandia Världsnaturfonden
Cicero MÖ Sverige	SPP Aktiefond Sverige A
Cicero SRI Sverige	SPP Aktiefond Sverige Aktiv
Cliens Sverige B	Svenska Kyrkans Miljöfond Inc
Cliens Sverige Fokus A	Swedbank Robur Ethica Miljö Sverige
Danske Invest SRI Sverige	Swedbank Robur Ethica Sverige
Eldsjäl Biståndsfond	Swedbank Robur Ethica Sverige MEGA
Eldsjäl Gåvofond Inc	Swedbank Robur Humanfond
Eldsjäl Sverigefond Inc	
Ethos Aktiefond	

### **Traditionella fonder**

Agenta Svenska Aktier	Ålandsbanken SICAV Catamaran
Aktie-Ansvar Sverige	Ålandsbanken SICAV Swedish Growth A
Aktiespararna Topp Sverige (index)	

Ålandsbanken Sverige Aktie SEK	Enter Sverige Pro
Ålandsbanken Sweden OMXS30	Evli Aktieindex Sverige(OMX)
Alfred Berg Sverige Plus A	Evli Sverigefond
AMF Aktiefond Sverige	Evli Sweden Equity Index B
Avanza Zero	Evli Sweden Select B
Awake Swedish Equity	Folksam Frenade Liv Sverige Inc
Carlson Sweden A Acc	Folksam LO Sverige
Carnegie Svea Aktiefond	Folksam LO Västfonden
Carnegie Sverige	Folksams Aktiefond Sverige
Carnegie Sverige Select	Folksams Tjänstemanna Sverige
Carnegie Sverigefond	Granit Sverige 130/30
Carnegie Swedish Equity A	Gustavia Sverige SEK
Carnegie Swedish Large Cap 1A	GustaviaDavegårdh Sverige
Case	Maximal
Catella Reavinstfond	Handelsbanken 30 i Topp Index
Catella Sverige Index A	Handelsbanken AstraZeneca Allemans
Cliens Relativ	Handelsbanken Bostadsrätterna
Coeli Fonder Covered Call Inc	Handelsbanken Mega Sverige Index
Coeli Select Sverige	Handelsbanken Ruotsi Selective A
Coeli Sverige Inc	Handelsbanken Sverige OMXSB Index
Coeli Sweden R SEK	Handelsbanken Sverige Selektiv (A1) SEK
Danske Invest Sverige	Handelsbanken Sverigefond
Danske Invest Sverige Beta utd	Handelsbanken Sverigefond Index
Danske Invest Sverige Fokus	Indecap Guide Sverige
Danske Invest Sweden A	Inside Sweden
Didner & Gerge Aktiefond	Kaupthing Swedish Growth
Enter Select	Lannebo Sverige
Enter Select Pro	Lannebo Sverige Flexibel
Enter Sverige	

Lannebo Sverige Plus	Öhman Sverigefond 2 A
Lannebo Utdelningsfond	Old Mutual Swedish Eq A
Länsförsäkringar Mega Sverige Inc	Old Mutual Swedish Growth A1
Länsförsäkringar Sverige Aktiv	PriorNilsson Sverige Aktiv A
Länsförsäkringar Sverige Index	Quesada Sverige
Matrix Swedish Equity Inc	SBAB Fri - Den avgiftsfria fonden
Monyx Svenska Aktier	SEB Choice Sverigefond 1
Movestic Sverige	SEB Choice Sverigefond 2
Nordea Alfa	SEB PB Svensk Aktieportfölj
Nordea Indexfond Sverige icke-utd	SEB SKF Allemansfond
Nordea Inst Aktief Sverige icke-utd	SEB Special Clients Sverigefond
Nordea Olympia	SEB Sverige Indexfond
Nordea Portföljinvest Sverige Inc	SEB Sverigefond
Nordea Private Banking Sve Portflj	SEB Sverigefond Chans/Risk
Nordea Private Banking Sverige Plus	SEB Sverigefond Stora bolag
Nordea Seleкта Sverige	SEB Swedish Focus
Nordea Sverigefond	SEB Swedish Value Fund
Nordea Sweden	Skandia Junior Golf Fond
Nordea Swedish Ideas Equity	Skandia Svea Aktiv
Nordea-1 Swedish Equity BP SEK	Skandia Sverige
Nordic Equities Sweden	Skandia Sverige Exponering
Nordnet Superfonden Sverige	Solidar Fonder Sverige
Norron Active R	Sparbanken Aktiefond Sverige
ODIN Sverige C	Spiltan Aktiefond Dalarna
ODIN Sverige II	Spiltan Aktiefond Investmentbolag
Öhman Index Sverige A	Spiltan Aktiefond Småland
Öhman Sverige Koncis A	Spiltan Aktiefond Stabil
Öhman Sverige Marknad A	Spiltan Aktiefond Sverige
Öhman Sverigefond	SSgA Sweden Index Equity Fund P



Swedbank Robur Access Sverige  
Swedbank Robur Exportfond  
Swedbank Robur Hockeyfond  
Swedbank Robur Indexfond Sverige  
Swedbank Robur Svensk  
Aktieportfölj  
Swedbank Robur Sverigefond  
Swedbank Robur Sverigefond  
MEGA  
Swedbank Robur Sweden High  
Dividend

Swedbank Robur Vasaloppsfond  
Systematiska Covered Call  
Tangent  
Team Catella Tennisfond  
Trevisse Tillväxtfond Inc  
Utdelningsfonden Särinner  
Västernorrlandsfonden  
Viking Fonder Sverige A

## Bilaga 2 – Enkät rörande hållbarhetsarbete i fondförvaltningen

1. Vad är, enligt er, en hållbar fond?
2. Hur påverkar era fonder klimatet och samhället?
3. Hur ser ni på hållbarhetsfrågor i förhållande till avkastning i fonder på sikt?
4. Hur påverkas risken i fonden om inriktningen blir mer hållbar?
5. Hur väger ni in hållbarhetsfrågor (ex. vattenbrist i ett område) i era investeringsbeslut?
6. Hur arbetar ni med klimatpåverkan i era fonder?
7. Hur ser ni på en koldioxidmärkning av era fonder? Skulle detta underlätta för fondsparare? Hur skulle det påverka ert arbete?
8. Har ni planer på att utöka ert fondsortiment med en eventuellt renodlad hållbarhetsprodukt? På vilket sätt skulle det vara en fördel att starta en sådan fond?
9. Är de ursprungliga etikfonderna, som exkluderar ett antal branscher, på väg bort tror ni?
10. Hur gör ni för att förenkla för fondsparare att kunna jämföra olika fonders hållbarhetsarbete? Skulle någon rating av hållbarhet på exempelvis Morningstar vara till nytta, tror ni?
11. Hela finansbranschen påverkas av den mycket aktuella hållbarhetsfrågan. Hur tror ni att framtidens hållbarhetsfonder och hållbarhetsarbete kommer att se ut?

## **Bilaga 3 – Sammanställning av enkätsvar**

### **Vad är en hållbar fond/hållbart bolag?**

#### **Nordea:**

- En fond som integrerar ESG-analys (environmental, social and corporate governance) i sin investeringsprocess.
- Ett bolag som identifierar och hanterar risker och möjligheter inom miljö, sociala och bolagsstyrningsfrågor (ESG) samt har en kontinuerlig dialog med sina intressenter. Bolaget ska ha tydlig ansvarsfördelning och mål.

#### **SEB:**

- En fond som investerar i bolag med sunda affärsmetoder, det vill säga bolag som följer internationella normer och riktlinjer inom mänskliga rättigheter, arbetsförhållanden, miljö samt korruption.
- En hållbar fond kan ha en tematisk inriktning som till exempel en grön obligationsfond. Ett hållbart bolag är ett bolag som agerar ansvarsfullt och har hållbarhet som en naturlig del i sin verksamhet (tar hänsyn till både hållbarhetsrisker och möjligheter).
- Det är viktigt att ett bolag har policys för hållbarhet samt är transparenta genom att redovisa hållbarhetsarbetet i exempelvis årsredovisningen.

#### **Lannebo Fonder:**

- En aktivt långsiktigt förvaltad fond där investeraren tar hållbarhetsaspekter i beaktande i investeringsprocessen samt för en aktiv dialog med bolagen.
- En hållbarhetsfond också kan ha vissa givna kriterier som att den enbart investerar i en viss typ av bolag.
- Ett hållbart bolag har gått igenom sin verksamhet från ax till limpa och vet hur de påverkar och inverkar på miljö och samhälle. De har också gått igenom sin styrning, har lämpliga rutiner, kontroller och riktlinjer på plats. Bäst är de bolag som har implementerat hållbarhet i strategin och inte behandlar det som en enskild fråga.

#### **SPP:**

- En fond/ett bolag som genom sina placeringar tar hänsyn till och positivt påverkar sin omgivning genom att bedriva sin verksamhet på ett sådant sätt att man samtidigt som man uppnår vinster även bidrar till en hållbar utveckling i det samhälle man verkar i.

## **Hur påverkar fonderna miljön och samhället och hur arbetar fondbolagen idag med hållbarhetsfrågor?**

### **Nordea:**

- Våra fonder bidrar till samhället genom att erbjuda sparare avkastning med ansvar.
- Vi mäter koldioxidavtryck för alla fonder och koldioxidavtryck är en av flera komponenter i ESG-analysen i våra Starsfonder där vi tittar på olika nyckelfrågor beroende på vilken sektor det är.

### **Lannebo Fonder:**

- Det är inte fonderna i sig som påverkar klimatet utan det är de underliggande innehaven som gör det och det är därför viktigt att ha bra rutiner kring hållbarhetsaspekter i investeringsprocessen.
- Inför varje investeringsbeslut görs en grundlig analys av det enskilda bolaget. Analysarbetet är därefter en pågående process under ägandeperioden. Vi separerar inte ESG-faktorer i analysen utan behandlar dem som andra operationella och finansiella faktorer. Beroende på bolagets typ av verksamhet och branschtillhörighet blir olika ESG-faktorer viktiga för olika bolag. För att arbetet med ESG-integrering ska ske på bästa sätt arbetar vi med utbildning av våra förvaltare inom området.
- Vi vill gärna att bolagen redovisar koldioxidutsläpp vilket skulle underlätta en beräkning av koldioxidavtrycket för fonderna.

### **SPP:**

- All affärsverksamhet drar resurser från vår planet. Våra placeringar ska bidra till att kanalisera kapital till de smarta lösningarna som förbättrar vår omvärld, vilket vi tror är strategiskt rätt.

### **SEB:**

- Våra hållbarhetsfonder investerar inte i kol-, gas- eller oljeexploateringsbolag i syfte att minska fondens koldioxidavtryck.
- Vi har valt att bedöma bolags koldioxidutsläpp och har börjat integrera hållbarhetsfaktorer i förvaltningsprocessen, där miljö och klimat är viktiga komponenter. I våra hållbarhetsfonder är det fullt integrerat.

- Vi har nyligen fattat beslut om en mer ”koldioxid-försiktig-inriktning”, vilket betyder att vi väljer bort kolproducenter (gruvutvinning) där kol står för mer än 20 procent av bolagsgruppens omsättning.
- Vi har utökat den aktiva ägardialogen med kraftbolag där energikällan kol står för 10 procent eller mer och syftet är att påverka till en mer hållbar strategi.
- Klimat och miljö är ett av våra fokusområden och vi samarbetar med andra investerare i frågeställningar kring till exempel palmolja och kol som energikälla för kraftbolag.

#### **AMF:**

- Vi mäter koldioxidavtryck för samtliga våra fonder, anlitar en extern leverantör för att kontrollera att de bolag vi investerar i följer de principer vi förbundit oss till och två gånger om året granskar vi både svenska och utländska aktie- och räntebärande innehav.

#### **SPP:**

- Vi mäter koldioxidavtrycket och har skrivit under överenskommelser om att minska koldioxidutsläppen, utesluter bolag som inte följer internationella normer och regler samt väljer in de bolag som vi tycker bäst kan möta hållbarhetsutmaningar.

#### **Skandia:**

- Miljö- och samhällsansvar ligger till grund för alla våra investeringar.
- Vi undviker att placera i verksamheter som går i strid med internationella konventioner och alla våra fonder utesluter placeringar inom tobaksproduktion, klustervapen samt kemiska- och biologiska vapen och kärnvapen.
- Bolagen vi investerar i förväntas efterleva internationella normer och konventioner och att de i annat fall försöker att påverka till förbättring. Om påverkansaktiviteterna inte leder till en acceptabel lösning säljs investeringarna tills det att bolaget utfört tillräckliga åtgärder. En dialog med bolagen kan påverka dem till att förbättra sitt förebyggande arbete med miljö, sociala aspekter och affärsetik.
- Vi har även två välgörenhetsfonder, Världsnaturfonden och Cancerfonden, som årligen skänker två procent av avkastningen till välgörande ändamål.

## **Hur påverkas avkastning och risk när hållbarhet tas med i analysen?**

### **SPP:**

- De bolag som bäst kan möta hållbarhetsutmaningarna kommer även att prestera bäst finansiellt framåt.
- Objektivt sett borde risken minska. Samtidigt måste man komma ihåg att risk är ett relativt begrepp som kan betyda många olika saker för olika aktörer. Finansiell risk i våra portföljer mätt som avvikelse mot våra jämförelseindex ökar. Risken för att få negativ press för kontroversiella innehav eller liknande minskar.

### **Lannebo Fonder:**

- Investeringar och hållbarhet går hand i hand, speciellt med tanke på senare tidens skandaler i bolag där det har saknats kontroll inom viktiga områden.

## **Hur underlättar fondbolagen för kunderna via märkningar, redovisning av hållbarhet och renodlade produkter?**

### **Nordea:**

- Vi har signerat Montreal Pledge och tycker det är bra med transparens.
- Vi redovisar koldioxidavtryck för flertalet fonder.
- För att förenkla för kunder har vi våra ”Starsfonder” som är renodlat hållbara.

### **Skandia:**

- Vi redovisar koldioxidavtryck för flertalet fonder.
- Vi har signerat Montreal Pledge.

### **AMF:**

- - Vi har signerat Montreal Pledge.

### **SEB:**

- Vi mäter koldioxidavtryck för flera av våra fonder och planerar att mäta för fler.
- Hållbarhetsprofilen.se.
- Morningstars ranking är ett intressant initiativ och bidrar till ökad jämförbarhet men det hade underlättat om det fanns information till sparare om vad måttet visar, hur måttet kan användas och vilka begränsningar som finns. Till exempel bedöms inte de ägardialoger vi har med bolagen vilket är en stor del av vårt hållbarhetsarbete. Dessutom är det viktigt att vara medveten om att globerna visar en ögonblicksbild av fonden, det vill säga det finns

ingen koppling till hur fondens innehav har sett ut historiskt – nya beräkningar görs en gång i månaden, varför antalet glober kan variera från månad till månad.

- Vi har en mikrofinansfond samt en grön obligationsfond.

### **SPP:**

- Morningstars ranking underlättar.
- Fondbranschen har tagit fram en Hållbarhetsprofil för enskilda fonder och en Hållbarhetsöversikt för fondbolagens hållbarhetsarbete ([hallbarhetsprofilen.se](http://hallbarhetsprofilen.se)).  
Nackdelen med dessa märkningar är att liksom all annan analys har varje aktör sin unika metod att närma sig hållbarhet och det kräver att den intresserade måste sätta sig in i hur förvaltaren arbetar för att ta ett bra investeringsbeslut.
- Vi har en hållbar aktiefond (SPP Global Topp 100).

### **Lannebo Fonder:**

- Morningstars ranking är bra men är baserat på data från en leverantör (Sustainalytics) vilket gör att bolagsbetyget kanske skulle skilja sig om det kom från en annan leverantör.
- Vi använder genomlysning av våra fonders innehav via Sustainalytics.
- Koldioxidberäkningarna mäter endast en liten del av ett bolags koldioxidutsläpp och ger inte ett mått på hur ”koldioxidsmart” bolaget är. Därför ger det inte heller på fondnivå ett mått på hur ”koldioxidsmart” fonden är. Ambitionen med måttet är bra men i dagsläget vilseleder det kunden mer än det hjälper.

### **Nordea:**

- Vi har som tidigare nämnt våra ”Starsfonder” och en räntefond (SPP grön Obligationsfond).

## **Hur ser framtidens hållbarhetsarbete ut?**

### **SPP:**

- Eftersom fler fondsparare och institutionella placerare kommer efterfråga att hänsyn tas till dessa frågor kommer alla fonder att ha någon typ av kriterier/policy kring hållbarhet.
- Nischade produkter kommer att öka och jämförbarheten kommer också bli enklare genom förbättring av standardmått.
- För de ursprungliga etikfonderna verkar kriterierna vara så djupt rotade att de ligger kvar hos många som en slags grundnivå.

**SEB:**

- Hållbarhet kommer inte att vara ett tillägg utan det kommer att vara en naturlig del i bedömningen, om det inte redan är det.
- De ursprungliga etikfonderna kommer att minska eller ändra form.
- Några av våra fonder har förädlats från etikfonder till att bli hållbarhetsfonder, vilket innebär att ESG-inkludering (positivt urval) omfattas samt utökad exkludering. Vi tror att den trenden fortsätter i takt med att den generella hållbarhetsambitionen höjs.
- Etikfonderna är på väg bort till fördel för mer positiv screening av bolag.

**Nordea:**

- Intresset för hållbarhet ökar och vår förhoppning är att ESG-analys är integrerat i all förvaltning framöver.
- Vår syn är att de bolag som anpassar sig och är hållbara kommer att klara sig bättre i framtiden, samtidigt som de bolag som inte är hållbara eller anpassar sig kommer att få det svårare.

**Lannebo Fonder:**

- Vissa kunder som till exempel kommuner, landsting och stiftelser, efterfrågar fortfarande de ursprungliga etikfonderna men de representerar inte vad branschen som helhet menar med hållbarhet.