



GÖTEBORGS UNIVERSITET
HANDELSHÖGSKOLAN

Finansiell ekonomi

Svenska fondbörvaltares arbete kring hållbara
investeringar med avseende på risk och
avkastning

Kandidatuppsats 15 hp

Alicia Avelöv

Julia Elina Altsjö

Handledare: Gabriela Schaad

Vårterminen 2022

Abstract

During recent years, the financial aspect of sustainability has received more attention. Therefore, it is necessary to understand the importance and the role of sustainable investments and ESG for the future. The purpose of this thesis is to analyze how and why Swedish fund managers work with sustainable investments with regard to risk and return. Based on numerous interviews with Swedish fund managers, this study shows that fund managers combine three strategies for sustainable investments, which are to include, exclude and influence corporations. Furthermore, the respondents' way of working with sustainability differs where some have a more quantitative approach while others have a more qualitative approach. A common point of view is that sustainable investments and ESG imply lower risk and higher returns in the long run. The incentives to engage in sustainable investments are therefore to achieve higher risk-adjusted returns, but also to achieve a sustainable future. For fund managers at larger fund companies, the incentives are also based on internal assessment criteria's of ESG-factors. The conclusion is that sustainability is integrated in Swedish fund managers' investment process and that ESG is taken into account regarding long-term risk and return.

Keywords: ESG, sustainable investment, Sweden, fund managers, risk, return, incentives.

Sammanfattning

Den finansiella aspekten kring hållbarhet har tagit allt större plats i samhällsdebatten de senaste åren. Det är därför nödvändigt att förstå vikten av, samt vilken roll, hållbara investeringar och ESG har inför framtiden. Syftet med uppsatsen är därav att undersöka hur och varför svenska fondförvaltare arbetar med hållbara investeringar med hänsyn till risk och avkastning. Utifrån ett flertal intervjuer kan det konstateras att svenska fondförvaltare kombinerar tre hållbarhetsstrategier, vilka är att inkludera, exkludera och påverka. Vidare så skiljer sig respondenternas arbete kring hållbarhet, där en del har ett mer kvantitativt arbetssätt medan andra har ett mer kvalitativt arbetssätt. En gemensam syn är dock att hållbara investeringar och ESG på lång sikt innebär lägre risk och högre avkastning. Incitamenten till att investera hållbart är därav för att nå högre riskjusterad avkastning, men även för att bidra till en mer hållbar framtid. Vanliga incitament hos fondförvaltare på större fondbolag är dessutom att de bedöms utefter olika hållbarhetskriterier. En slutsats som kan dras från uppsatsen är att hållbarhet är integrerat i svenska fondförvaltares investeringsprocess och att hänsyn till ESG tas utifrån ett risk-och avkastningsperspektiv på lång sikt.

Nyckelord: ESG, hållbara investeringar, Sverige, fondförvaltare, risk, avkastning, incitament

Förord

Vi vill rikta ett stort tack till vår handledare Gabriela Schaad för värdefull hjälp och vägledning från uppsatsens start till slut. Vi vill även tacka vår opponeringsgrupp för alla konstruktiva synpunkter under uppsatsens gång. Ett stort tack riktas dessutom till alla respondenter som ville ställa upp på intervju och bidra till vår uppsats.

Förkortningslista

ESG - Hållbarhetsbegrepp som står för Environmental, Social och Governance. På svenska benämns det miljö, social och bolagsstyrning

Eurosif - European Sustainable Investment Forum

GHG - Greenhouse Gas

GSIA - Global Sustainable Investment Alliance

HP - Hållbarhetsprofilen

ISS - Institutional Shareholder Service

PRI - Principles for Responsible Investment

RI - Responsible Investment

SFDR - Sustainable Finance Disclosure Regulation, även kallad disclosureförordningen

SI - Sustainable Investing

SRI - Socially Responsible Investment

Swesif - Sveriges Forum för Hållbara Investeringar

Innehållsförteckning

1. Inledning	1
1.1 Bakgrundsbeskrivning.....	1
1.1.1 ESG	2
1.2 Problembeskrivning och problemanalys	2
1.2.1 ESG-relaterade risker	3
1.2.2 ESG-relaterad avkastning.....	4
1.2.3 Screeningmetoder	5
1.3 Uppsatsens fokusområde och bidrag till forskning	6
1.4 Syfte.....	6
1.4.1 Forskningsfrågor	6
1.5 Avgränsning	6
2. Studiens referensram	7
2.1 Branschstandarder och regelverk	7
2.1.1 Internationella organisationer.....	7
2.1.2 Svenska organisationer.....	7
2.1.4 Globala standarder.....	8
2.1.3 EU-regelverk	9
2.2 Leverantörer av hållbarhetsbetyg och data.....	9
2.2.1 Morningstar och Sustainalytics	9
2.2.2 ISS	9
2.3 Teoretisk referensram.....	10
2.3.1 Den effektiva marknadshypotesen	10
2.3.2 Modern portföljteori	10
2.3.3 Systematisk och osystematisk risk	11
2.3.4 Riskjusterad avkastning.....	11
2.3.5 Behavioral Finance.....	11
2.4 Tidigare Studier.....	12
2.4.1 Investerares preferenser gällande hållbara investeringar	12
2.4.2 Drivkrafter	13
2.4.3 Användning av ESG-information.....	13
2.4.4 Risker och Screening.....	14
2.4.5 ESG och avkastning	14
2.4.5 Riskjusterad avkastning och screening.....	15
3. Metod	16
3.1 Litteraturstudie	16
3.2 Val av forskningsmetod.....	16
3.3 Val av forskningsansats.....	17
3.4 Intervjustudie.....	17
3.5 Urval.....	18
3.6 Bearbetning och analys av data	18
3.7 Forskningsetiska principer	19
3.8 Validitet och reliabilitet.....	19
4. Resultat	21
4.1 Arbetet med hållbara investeringar	21

4.1.1 Välja in, välja bort och påverka.....	21
4.1.2 Hur investeringsbesluten tas.....	22
4.1.3 De tre delarna av ESG	24
4.1.4 Användning av hållbarhetsratings	25
4.1.5 Upplevelsen av externt och internt tryck.....	26
4.2 ESG kopplat till risk och avkastning	27
4.2.1 Avkastning.....	27
4.2.2 Risk.....	28
4.2.3 Diversifiering.....	30
4.3 Incitament till att investera hållbart.....	31
5. Analys	33
5.1 Effektiva marknadshypotesen.....	33
5.2 Moderna portföljteorin	34
5.3 Behavioral Finance.....	36
6. Diskussion och Slutsats	38
6.1 Diskussion	38
6.1.1 Hur arbetar svenska fondförvaltare med hållbara investeringar?.....	38
6.1.2 Hur ser svenska fondförvaltare på risk och avkastning kring hållbara investeringar?	40
6.1.3 Vilka incitament finns idag för svenska fondförvaltare till att investera hållbart?	41
6.2 Slutsats.....	43
6.3 Framtida forskning	44
Referenser	46
Bilagor	55
Bilaga 1: Respondenter	55
Bilaga 2: Intervjuguide	56

1. Inledning

Inledningen berör bakgrunden kring hållbara investeringar genom att belysa den nuvarande situationen i världen samt vad ESG innebär. Inledningen fortsätter sedan till problembeskrivningen kring hållbara investeringar och sist berörs uppsatsens syfte.

1.1 Bakgrundsbeskrivning

De senaste åren har präglats av stora klimatförändringar, vilket har inneburit rekordhög temperaturer, skogsbränder, värmeböljor, orkaner och översvämningar (Felix, 2021).

Klimatförändringar påverkar inte bara naturen, det påverkar människors möjlighet till försörjning, boende och föda, vilket även hotar mänskliga rättigheter (Naturskyddsföreningen, 2021). Klimatförändringar har även en effekt på världsfred då det kan leda till ekonomisk och politisk instabilitet (Naturskyddsföreningen, 2021). Enligt Fair Finance Guide (2022) investerar svenska banker och pensionsfonder pengar i det som bidrar till det just nu pågående kriget i Ukraina, där nästan nio miljarder kronor har investerats i den ryska staten och i ryska statskontrollerade bolag. Några av dessa ryska bolag har dessutom, sedan 2014, funnits på EU:s sanktionslista (Fair Finance Guide, 2022). Det har även funnits finansiella kopplingar mellan flera svenska banker och vapenexport (Fair Finance Guide, 2020). Vidare skriver Fair Finance Guide (2020) att några av dessa vapenföretag har varit en del av Jemenkonflikten, som enligt FN är världens största humanitära kris. Investeringar av svenska banker har under flera år kopplats till allvarliga kränkningar av mänskliga rättigheter (Fair Finance Guide, 2018).

För att uppnå en hållbar utveckling har FN implementerat Agenda 2030 med 17 globala hållbarhetsmål, även kallade SDGs (Globala Målen, u.å.). Målen tar hänsyn till de tre delarna av hållbarhet, miljömässig, social och ekonomisk hållbarhet, och utmynnar i fyra övergripande mål som ska vara uppnådda år 2030 (Globala Målen, u.å.). Dessa mål är *“Att avskaffa extrem fattigdom, att minska ojämlikheter och orättvisor i världen, att främja fred och rättvisa och att lösa klimatkrisen”* (Globala Målen, u.å., Vad är Globala målen?). Världens länder har även enats om Parisavtalet, vilket är ett globalt klimatavtal med målet att den globala temperaturökningen idealt skall stanna vid 1,5 grader men definitivt hållas under 2 grader (Regeringskansliet, u.å.b). Enligt Naturvårdsverket (u.å.) innebär Parisavtalet med andra ord att utsläppen av växthusgaser behöver minskas för att begränsa den globala uppvärmningen. Dessutom nämns att Parisavtalet berör förmågan att kunna hantera skador och förluster som klimatförändringar orsakar samt att kunna anpassa sig efter de negativa effekter som uppstår. En annan del av Parisavtalet är även att främja jämställdhet och att klimatomställningen ska

genomföras med respekt för mänskliga rättigheter (Naturvårdsverket, u.å.). För att nå Parisavtalets klimatmål har finanssektorn en vital funktion, trots detta bidrar inte Sveriges tio största fondbolag tillräckligt för att uppnå målen i Parisavtalet, skriver Frida Arounsavath (2017) i en Swedwatch rapport. Rekommendationer från rapporten är att finanssektorn bör utveckla hållbarhetsarbetet genom att redogöra hur gröna investeringar ska öka, redovisa portföljens klimatpåverkan, utveckla sparprodukter samt att genom sitt inflytande påverka företagen (Arounsavath, 2017).

1.1.1 ESG

Under 1960-talet växte ett antal lagstiftningar fram i USA vilka gav starten till Socially Responsible Investment, SRI (Zhang, De Spiegeleer och Schoutens, 2021). Responsible Investment, RI, fick både uppmärksamhet från allmänheten och spred sig globalt från 1980-talet (Zhang, De Spiegeleer och Schoutens, 2021). Enligt Enequi (u.å.) är ESG idag ett begrepp som ofta används när man talar om hållbarhet utifrån en finansiell aspekt. ESG står för Environmental, Social and Governance och används för att bedöma en investering utifrån ett hållbarhetsperspektiv (Enequi, u.å.). Vidare nämns att Environmental behandlar områden som resursanvändning, avfallshantering, avgasutsläpp och påverkan på biologisk mångfald. Här bedöms även vilka miljörisker som verksamheten står inför (Enequi, u.å.). Social bedömer villkor och rättigheter utifrån både ett samhälls- och individperspektiv (Enequi, u.å.). Det handlar bland annat om mänskliga rättigheter, jämställdhet, arbetsvillkor hos anställda och bedömningar av säkerhetsrisker (Enequi, u.å.). Governance bedömer verksamhetens bolagsstyrning och ekonomiska tillväxt, vilket gäller allt ifrån styrelsesammansättning till god redovisningssed och hantering av intressekonflikter (Enequi, u.å.). Diverse metoder och strategier har vuxit fram för att inkludera ESG-faktorer i investeringsprocessen, som har påverkat mätningen och integreringen av ESG-risker i beslutsfattandet (Folqué, Escrig-Olmedo och Corzo Santamaría, 2021). Investerares attityder har förändrats och så har även arbetet och utbudet på finansmarknaden (Folqué, Escrig-Olmedo och Corzo Santamaría, 2021). Andelen hållbara investeringar ökar och dessa investeringar är viktiga för finansieringen av en hållbar framtid, vilka både innebär risker och avkastningsmöjligheter (Finansinspektionen, 2021). Med hänsyn till denna bakgrund ämnar uppsatsen undersöka hur och varför svenska fondförvaltare arbetar med hållbara investeringar med avseende på risk och avkastning.

1.2 Problembeskrivning och problemanalys

Enligt Fondbolagens förening (u.å.b) innebär hållbara investeringar att investerare, genom diverse olika arbetssätt, tar ansvar för miljön och samhället i sina investeringar. Hållbara

investeringar kan även innebära att omtanke tas till både hållbarhetsarbete och redovisning som främjar ESG (Fondbolagens förening, u.å.f). Att integrera ESG-kriterier i investeringsprocessen som en hållbarhetsstrategi innebär att förvaltare inkluderar ESG-risker och möjligheter i den traditionella analysen och i besluten kring investeringar (Eurosif, 2016). Tidigare studier har visat att traditionella investeringsmetoder, som modern portföljteori, har påverkat investeringsbeslut genom att besluten ska vara försvarbara på detta konventionella sätt (Guyatt, 2006). Verheyden, Eccles och Feiner (2016) beskriver två typer av analyser som investeringsstrategier historiskt har byggts på. Fundamentala analyser som grundar sig i de fundamentala rapporterna, som årsredovisningar, och tekniska analyser där framtida värden baseras på historisk information och värden från aktiemarknaden. Eftersom både den tekniska och fundamentala analysen, till störst del, bygger på historisk information har behovet för att analysera framtida avkastning på ökat. Det är här ESG-information kommer till användning. För att kunna prediktera för framtiden är ESG viktigt. Exempelvis så har hanteringen av koldioxidutsläpp betydelse för det ökade framtida klimathotet och alla regleringar som medföljer. Hur företag positionerar sig när det kommer till olika ESG-faktorer kommer att ha betydelse för det framtida värdeskapandet och således också avkastningen. (Verheyden, Eccles och Feiner, 2016)

En studie av Jansson och Biel (2011) har visat att institutionella investerares motiv för att investera hållbart är för att minska finansiella risker. Studien belyser även att fondförvaltare kan sakna incitament till att investera hållbart då utvärderingar oftast är baserade på deras förmåga att slå index samt uppnå hög riskjusterad avkastning och inte på ESG-faktorer. Ekonomiska variabler, framför hållbarhetsfaktorer, får därav större uppmärksamhet av fondförvaltare. Fondförvaltare påverkas dessutom både av extern och intern påtryckning. Det externa trycket kommer från en plikt att behaga sina investerare medan det interna trycket kommer från organisatoriska investeringspolicys. (Jansson och Biel, 2011)

1.2.1 ESG-relaterade risker

Både fysiska och ekonomiska risker kan uppstå som följd av klimatförändringar (Finansinspektionen, 2021). Företag som inte anpassar sig efter omställningen mot en hållbar framtid riskerar att få förstörda tillgångsvärden, rubbade produktions- och leveransflöden, försämrade efterfrågan samt ökade kostnader. Kostnader kan öka på grund av ändrade priser på exempelvis insatsvaror eller koldioxidutsläpp. Samtidigt kan mer hållbart inriktade företag uppleva fördelarna av ökad efterfrågan, vilket påverkar kassaflöden, resultat och företagets värdering positivt. Finansiella risker uppstår till följd av både klimatutvecklingen och

omställningen. Omställningsrisk uppstår till följd av förändringar på marknaden och åtgärder av samhället för att begränsa klimatpåverkan. Ökade priser på utsläpp innebär inte endast en risk för de företagen med höga utsläpp men även för deras investerare och för den finansiella stabiliteten. Om en misslyckad identifiering, mätning och prissättning sker på en systemnivå innebär det stora risker, vilka måste hanteras. Riskhantering och insyn i investeringar behöver ske på ett långsiktigt plan. Denna omställning kan exempelvis genomföras genom minskad finansiering till vissa sektorer eller ställda krav på företags hållbarhetsarbete.

(Finansinspektionen, 2021)

I den europeiska lagstiftningen har övergången till ett mer hållbart samhälle, med dess utmaningar, risker och möjligheter, inkluderats (Folqué, Escrig-Olmedo och Corzo Santamaría, 2021). Vidare nämns att europeiska fondförvaltare nu måste inkludera ESG-faktorer och icke-finansiella risker i riskhanteringsramverken, vilket förändrat deras arbete. Alla produkter, inte bara de med specifikt ESG-fokus, kommer även att bedömas utefter potentiella ESG-risker och hållbarhetsrisker måste därför beaktas, mätas och jämföras (Folqué, Escrig-Olmedo och Corzo Santamaría, 2021). Hållbara investeringar kan med andra ord motiveras av att de skyddar mot diverse risker. Studier har visat att det finns en stark koppling mellan ESG och risk (Zhang, De Spiegeleer och Schoutens, 2021). Hållbara investeringar har ett skydd mot ESG-relaterade kriser och katastrofer, vilket innebär ett skydd mot kostnader som resultat. Dessa investeringar resulterar även i högre avkastning på lång sikt, vilket tyder på att det finns en grön premium hos hållbara investeringar och att de har ett extra skydd vid kriser. (Chan och Walter, 2014)

1.2.2 ESG-relaterad avkastning

Trots att grundläggande finansiell teori säger att lägre risk innebär lägre avkastning visar en studie av Kumar, Smith, Badis, Wang, Ambrosy och Tavares (2016) att det finns en stark negativ korrelation mellan volatiliteten och avkastningen hos företag som implementerar ESG-faktorer. Studien visade att trots att dessa företag hade lägre risk resulterade det i högre riskjusterad avkastning. Givetvis poängteras att det finns skillnader mellan branscher (Kumar et al., 2016). Liknande resultat visar Sherwood och Pollard (2018) som i sin studie indikerar att ett fokus på ESG i tillväxtmarknader ger institutionella investerare högre avkastning och lägre nedåtrisk, i jämförelse med aktier som inte har ett ESG-fokus. Även (Verheyden, Eccles och Feiner (2016) beskriver att ESG-screening leder till förbättrad riskjusterad avkastning samt minskad volatilitet. Andra studier visar dock att ESG-faktorer inte bidrar till en högre avkastning. Cornell (2020) beskriver att ESG-bolag genererar lägre avkastning till ett högre pris, i jämförelse med bolag som inte är hållbart inriktade, på grund av att dessa innebär lägre

ESG-risk. De fördelar som finns med ESG-bolag är därför endast ur ett samhällsperspektiv (Cornell, 2020). Samtidigt visar Lööf och Stephan (2019) att det inte finns ett samband mellan ESG-betyg och riskjusterad avkastning.

1.2.3 Screeningmetoder

Enligt Fondbolagens förening (u.å.b) är tre vanliga metoder för hållbarhetsarbete att välja in, välja bort och påverka. Välja in innebär att fonden undersöker särskilda kriterier för miljö, sociala och/eller affärsetiska faktorer i sin investeringsprocess och väljer att investera utefter dessa kriterier. Välja bort innebär att fonden inte investerar i företag inom specifika branscher, såsom vapen, tobak, alkohol, spel eller pornografi. Påverka innebär att fonden genom sitt ägarinflytande påverkar företag gällande hållbarhet genom att exempelvis ställa olika krav. (Fondbolagens förening, u.å.b)

Metoder för hållbarhetsarbete benämns oftast i former av screening. Gangi och Varrone (2018) beskriver att negativ screening innebär att man enligt ESG-faktorer exkluderar företag eller sektorer, precis som med välja bort principen. Positiv screening, som med välja in strategin, innebär att investeringar baseras på specifika kriterier och att man endast investerar i de investeringar som uppfyller dessa krav (Gangi och Varrone, 2018). Denna strategi används oftast tillsammans med vad som kallas best-in-class där företag betygssätts utefter olika ESG-kriterier och investeringar allokeras till de företag med högst betyg (Folqué, Escrig-Olmedo och Corzo Santamaría, 2021). Under de senaste åren har vad som på engelska kallas för impact investing vuxit fram mer och mer, speciellt efter tillkomsten av de globala målen (Folqué, Escrig-Olmedo och Corzo Santamaría, 2021). Impact investing innebär att målet med investeringarna är att uppnå avkastning tillsammans med positiv och mätbar social och miljömässig påverkan (GIIN, u.å.). Arbetet kring hållbara investeringar påverkas av vilka olika screening-strategier som inkluderas i investeringsprocessen (Trinks och Scholtens, 2017). Resultatet från screening-metoderna har således även en effekt på den finansiella prestationen (Trinks och Scholtens, 2017). Det finns även tecken som tyder på att negativ screening inte är finansiellt optimalt på grund av dess alternativ-kostnad (Trinks och Scholtens, 2017). När det gäller best-in-class screening visar Kempf och Osthoff (2007) att denna strategi ger högst avvikande avkastning, vilket även syns hos kombinationer av olika metoder vilket ger en mer avancerad strategi.

1.3 Uppsatsens fokusområde och bidrag till forskning

I Sverige är fonder som sparform som mest populär (Fondbolagens förening, u.å.e). Det innebär att svenska fondförvaltare har en avgörande roll i arbetet med hållbara investeringar och deras arbetssätt samt syn på hållbara investeringar har möjlighet att forma hela fondmarknaden. Tidigare forskning har främst varit kvantitativt inriktad till att undersöka samband mellan ESG och risk samt avkastning. Även kvantitativa enkätundersökningar har genomförts för att undersöka fondförvaltares tankar kring och incitament till att investera hållbart. Denna uppsats bidrar med en djupare undersökning om fondförvaltares arbete kring hållbarhet i investeringsprocessen och kopplingen till risk och avkastning, samt deras incitament till att arbeta med hållbara investeringar. Uppsatsen är, till skillnad från tidigare studier, inriktad på den svenska marknaden. En ökad förståelse och insikt i arbetet och de beslut som tas ökar kunskapen kring hållbara investeringar och vad man som investerare kan tänka på, vilket bidrar till utvecklingen av hållbara investeringar och en miljömässig, social och ekonomiskt hållbar framtid.

1.4 Syfte

Uppsatsens syfte är att undersöka hur svenska fondförvaltare arbetar med hållbara investeringar, med hänsyn till risk och avkastning. Uppsatsen ska därav belysa hur hållbarhetsarbetet inkluderas i investeringsprocessen, hur kopplingen till risk och avkastning behandlas samt vilka incitament som kan finnas till att investera hållbart hos svenska fondförvaltare.

1.4.1 Forskningsfrågor

För att uppnå uppsatsens syfte har följande forskningsfrågor framställts där en fråga är mer övergripande och följande två mer specifika.

- Hur arbetar svenska fondförvaltare med hållbara investeringar?
- Hur ser svenska fondförvaltare på risk och avkastning kring hållbara investeringar?
- Vilka incitament finns för svenska fondförvaltare till att investera hållbart?

1.5 Avgränsning

Uppsatsen är avgränsad till svenska fondförvaltare. Valet av den svenska marknaden gjordes utefter uppfattningen att det är en välutvecklad marknad med avseende på hållbarhet och därav en relevant marknad att undersöka. Valet grundas även i en underlättad tillgänglighet av intervjupersoner och för att respondenterna skulle omfattas av samma lagstiftning, regleringar och branschstandarder.

2. Studiens referensram

Studiens referensram består av fyra delar. Först presenteras de branschstandarder och regelverk som finns kring hållbara investeringar och som är relevanta till uppsatsens syfte. Vidare förklaras de hållbarhetsbetyg som lyfts fram under uppsatsens resultat. Därefter förklaras i den teoretiska referensramen vilka finansiella teorier som resultatet senare analyseras utefter. Till sist presenteras även tidigare studier kring ämnet vilka är betydelsefulla för uppsatsens syfte och frågeställningar.

2.1 Branschstandarder och regelverk

2.1.1 Internationella organisationer

FN har startat den fristående organisationen *Principles for Responsible Investment*, PRI, vars syfte är att sprida kunskap om och öka mängden hållbara investeringar (PRI, u.å.). PRI har tagit fram sex principer för att hjälpa investerare att inkludera ESG-faktorer i investeringsprocessen. Dessa principer handlar sammanfattat om att inkludera ESG-faktorer i investeringar och genom påverkan på ägarpolicy, kräva ESG-relaterad information från möjliga investeringar, stödja principernas acceptans och implementering samt öka effektiviteten i implementeringen och redovisningen av arbetet kring implementering av principerna. (PRI, u.å.)

Global Sustainable Investment Alliance, GSIA, är en samarbetsorganisation för världens alla hållbara investeringsorganisationer (GSIA, 2022). Deras uppdrag är således att fördjupa och sprida kännedom om hållbara investeringar på ett globalt plan (GSIA, 2022). GSIA:s arbete verkar gränsöverskridande med ett mål att samordna hållbara investeringar i hela det finansiella systemet (GSIA, 2022). GSIA grundades bland annat av *European Sustainable Investment Forum*, Eurosif (Eurosif, 2021a). Eurosif är ett europabaserat nationellt nätverk med över 400 organisationer som på något vis arbetar med hållbara investeringar, allt från institutionella investerare, indexleverantörer och förvaltare till forskningsföretag och analytiker (Eurosif, 2021a). Eurosif strävar efter att sprida kunskapen om och främja mer hållbara investeringar (Eurosif, 2021c).

2.1.2 Svenska organisationer

Sveriges Forum för Hållbara Investeringar, Swesif, är en ideell förening som arbetar för att sprida kunskapen kring just hållbara och ansvarsfulla investeringar till sina medlemmar (Swesif, 2020b). Swesif är idag en Eurosif-observatör, vars mål är att bli fullvärdiga medlemmar i Eurosif (Eurosif, 2021b). Swesif (2020b) skriver att de arbetar för att öka

kunskapen inom tre dimensioner. Den första dimensionen handlar om det fundamentala hållbarhetsperspektivet och hur den reala ekonomin påverkar den finansiella. Den andra dimensionen handlar om att främja en hållbar finansmarknad genom att följa utvecklingen på marknaden vad gäller regleringar och politik för att på så vis öka finansmarknadens bidrag till hållbar utveckling. Den tredje dimensionen handlar om hållbart värdeskapande och hur det i praktiken är möjligt att applicera nya perspektiv och ramverk på det löpande hållbarhetsarbetet (Swesif, 2020b). Swesif har utvecklat Hållbarhetsprofilen, HP, vilket är en informationsstandard som verkar för att ge fonder en möjlighet att redovisa hur de på ett branschenligt sätt tar hänsyn till hållbarhet (Swesif, 2020a). Sedan 2018 utvecklar Swesif HP i samarbete med Fondbolagens förening. HP ska inte ses som någon hållbarhetsmärkning eller certifiering utan finns endast till för att ge allmänheten en bättre bild av hur fonden tillämpat hållbarhetskriterier i sin förvaltning, där det slutgiltiga syftet är att bidra till ökad jämförbarhet mellan olika fonder. Viktigt att notera är att HP är en självdeklaration där fonderna själva lämnar all information som sedan finns för allmänheten att tillgå. (Swesif, 2020a)

Fondbolagens förening är en organisation för fondbranschen i Sverige som arbetar för att värna om spararnas och bolagens intressen (Fondbolagens förening, u.å.a). Fondbolagens förening (u.å.d) implementerar branschstandarder i den svenska fondbranschen. Hur fondbolagen bedriver sitt hållbarhetsarbete är upp till varje bolag, vilket har skapat en god konkurrens på marknaden (Fondbolagens förening, u.å.f).

2.1.4 Globala standarder

GHG protocol står för The Greenhouse Gas Protocol och i protokollet finns en standard som handlar om att sätta operativa gränser för växthusgasutsläpp (WRI & WBCSD, 2004). Standarden behandlar hur verksamhetsrelaterade utsläpp identifieras som direkta eller indirekta samt kategoriseras i tillhörande scope. Tre scopes definieras i GHG-redovisningen för att skapa gynnsammare förutsättningar för preciseringen mellan indirekta och direkta utsläpp samt förbättra transparensen mellan olika verksamheter. Scope 1 behandlar direkta växthusgasutsläpp som kommer från verksamheter som ägs eller kontrolleras av företaget i fråga. Scope 2 behandlar indirekta växthusgasutsläpp från energiproduktion vilken konsumeras och förbrukas av företaget. Scope 3 behandlar andra indirekta växthusgasutsläpp som uppkommit som konsekvens av företagets verksamhet men som de varken äger eller kan kontrollera. Exempel på scope 3 kan vara extern produktion av insatsvaror eller transporter av bränsle. (WRI & WBCSD, 2004)

2.1.3 EU-regelverk

Ett regelverk från EU är disclosureförordningen, även kallad SFDR, som behandlar fondförvaltares skyldigheter att integrera och informera om hållbarhetsrisker och hållbarhetsfaktorer i investeringsprocessen (Fondbolagens förening, u.å.f). SFDR bidrar med en enhetlig informationsstandard i hela EU vilket ökar jämförbarheten mellan fonder, bidrar till en mer transparent bransch och minskar risk för greenwashing (Pensionsmyndigheten, 2021). SFDR grupperar fonder efter olika nyanser av grönt för att visa fondens grad av hållbarhetsarbete. De två grupperingarna är Artikel 9 (mörkgrön) som innebär att fondens mål är hållbara investeringar och Artikel 8 (ljusgrön) där fondens övergripande mål inte är gällande hållbarhet men där hållbara investeringar ändå uppmuntras. De branschstandarder som tidigare har funnits i Sverige, skapade av Fondbolagens förening, uppdateras nu för att vara i linje med SFDR. (Fondbolagens förening, u.å.d)

Ytterligare ett regelverk kallat taxonomin har tagits fram för att bidra med en definition av hållbarhet som ska identifiera hållbara investeringar (Fondbolagens förening, u.å.f).

Taxonomin antogs av EU i juni 2020 för att nå EU:s klimatmål och en hållbar tillväxt. Hållbara investeringar ska kunna identifieras och jämföras genom ett klassificeringssystem för hållbara verksamheter. En ekonomisk verksamhet kommer att klassas som miljömässigt hållbar om den på ett betydande sätt gynnar minst ett av sex miljömål, inte förorsakar omfattande skada för något av målen och kan påvisa ett arbete för social hållbarhet. (Regeringskansliet, u.å.a)

2.2 Leverantörer av hållbarhetsbetyg och data

2.2.1 Morningstar och Sustainalytics

Morningstar genomför oberoende analyser och utvärderingar av fonder (Morningstar, u.å.). Sustainalytics är en del av Morningstar och bidrar med undersökning, data och betyg kring hållbarhet (Sustainalytics, u.å.). Morningstars hållbarhetsbetyg är ett betyg mellan ett till fem jordglober där fem jordglober tilldelas de fonder som är bäst i sin kategori gällande hanteringen av hållbarhetsrisker (Lindmark, 2020). Fem jordglober tilldelas därav de 10% av bolagen som är bäst i sin kategori, vilka är de som har lägst ESG-risk. Betyget är till för att investerare ska kunna undvika risker i sina hållbara investeringar genom att fokusera på individuella företags risk för skandaler, framför att endast fokusera på risk inom en hel bransch. (Lindmark, 2019)

2.2.2 ISS

Institutional Shareholder Service, ISS, är en global leverantör av data och analyser kring hållbarhet (ISS, u.å.). Deras arbete syftar till att förenkla för investerare att framställa och

integrera metoder för att investera hållbart. Genom utveckling av klimatdata, analyser och rådgivningstjänster vill de öka förståelsen för hållbara investeringar och hjälpa aktörerna på finansmarknaden att mäta och agera på klimatrelaterade risker. (ISS, u.å.)

2.3 Teoretisk referensram

2.3.1 Den effektiva marknadshypotesen

Eugene Fama (1970) utvecklade den effektiva marknadshypotesen, EMH, som handlar om hur priser på marknaden reflekterar all tillgänglig information, vilket gör marknader effektiva och innebär att priserna speglar det verkliga värdet. Med andra ord är det nuvarande aktiepriset det verkliga värdet och aktier är därav inte över- eller undervärderade. Marknadens effektivitet delar in i tre olika former, den starka, semi-starka och den svaga formen. Den starka formen handlar om hur investerare har monopolistisk tillgång till information som kan påverka priser. Det är med andra ord dold information som inte är offentliggjord, vilket innebär att investerare inte kan uppnå högre avkastning genom monopolistisk information. Den semi-starka formen fokuserar på nuvarande publikt tillgänglig information som avspeglas i den nuvarande aktiekursen, även ny publikt tillgänglig information avspeglas i aktiekursen omedelbart. Den svaga formen innebär att endast historisk information avspeglas i det nuvarande aktiepriset. Teorin beskriver på detta sätt vad som kallas för random walk vilket innebär att priser rör sig slumpmässigt och det går därför inte att förutspå framtida avkastning. (Fama, 1970) I uppsatsen kan teorin bidra till en förståelse för fondbörvaltares arbete kring hållbara investeringar, hur de gör sina val och deras förväntningar om avkastning hos hållbara investeringar.

2.3.2 Modern portföljteori

Modern portföljteori grundades av Harry Markowitz (1991) och är en teori kring portföljval av aktier. Ett antagande teorin gör är att investerare är riskaverta, att de inte gillar att ta risker om de inte blir kompenserade med högre förväntad avkastning (Markowitz, 1991). För att minska den bolagsspecifika risken bör investerare enligt teorin sprida sina investeringar mellan olika aktier i en portfölj, med andra ord använda diversifiering (Markowitz, 1991). Diversifiering är en investeringsstrategi som innebär att investeringar sprids ut för att minska korrelationen mellan investeringarna och därmed även minska risken för att hela portföljen minskar i värde (Fabozzi, Gupta och Markowitz, 2002). Theory of portfolio selection ligger till grund för modern portföljteori och innebär att genom beräkning av avkastningen, volatiliteten och korrelationer kan slutsatser tas kring vilken portfölj som genererar högsta möjliga avkastningen till en specifik risk (Fabozzi, Gupta och Markowitz, 2002). Portföljen träffar då in den

effektiva gränsen, efficient frontier, där varje punkt på linjen representerar högsta möjliga avkastning för en viss nivå av risk och portföljer på denna linje är därmed effektiva portföljer (Fabozzi, Gupta och Markowitz, 2002). Teorin kan på så sätt vara ett verktyg för fondförvaltare att hitta portföljer med den högsta riskjusterade avkastningen och hålla en uppdaterad mest optimal portfölj (Fabozzi, Gupta och Markowitz, 2002). Den moderna portföljteorin innebär därmed att rationella investerare använder diversifiering för att maximera avkastningen och minimera risken och väljer en portfölj på den effektiva gränsen (Mangram, 2013). Teorin ger uppsatsen en grund kring riskhantering och fondförvaltarnas upplevelser av risk och hur detta arbetas med i investeringsprocessen.

2.3.3 Systematisk och osystematisk risk

Den totala risken av en portfölj delas vanligtvis upp i två olika delar; systematisk risk, även kallad marknadsrisk, och osystematisk risk. Den osystematiska risken kan man minska genom diversifiering och den är kopplad till risken i en enskild tillgång, den påverkar inte värdet på hela marknaden (Mangram, 2013). Systematisk risk är den risk som finns på finansmarknaden som helhet. På exempelvis aktiemarknaden är marknadsrisken den risk att hela aktiemarknadens värde sjunker på grund av händelser i ekonomin, såsom konjunkturedgång. (Fondbolagens förening, u.å.c)

2.3.4 Riskjusterad avkastning

Det finns olika mått på riskjusterad avkastning som mäter hur portföljen avkastat i förhållande till den risk man tagit. Målet är att portföljen ska avkasta så högt som möjligt och samtidigt exponera sig för så låg risk som möjligt. (Ahonen, 2020)

2.3.5 Behavioral Finance

Under 1980-talet växte Behavioral Finance fram vilket integrerar psykologiska aspekter och beteenden i finansiella beslutsfattanden (Kumar och Goyal, 2015). Området utmanar det effektiva marknadsperspektivet och handlar om hur människor beter sig och hur investeringsbeslut påverkas av beteenden som får människor att avvika från rationella investeringsbeslut (Kumar och Goyal, 2015). Ett vanligt bias inom teorin är herding, vilket innebär att investerare agerar irrationellt genom att härma och ta efter beteenden, omdömen samt beslut från andra (Kumar och Goyal, 2015). Behavioral Finance fördjupar kunskapen kring finansiella marknader och hjälper oss att tolka finansiella händelser utöver teorier kring att finansiella marknader är effektiva och reflekterar all tillgänglig information (Shiller, 2003). Teorin fungerar som ett komplement till de övriga valda teorierna för att ge möjlighet att

belysa en bredare och djupare bild av de investeringsbesluten som tas. Teorin är främst kopplad till fondförvaltares incitament och drivkrafter, och om dessa på så sätt påverkar valen som tas enligt teorin.

2.4 Tidigare Studier

2.4.1 Investerares preferenser gällande hållbara investeringar

Bauer, Ruof och Smeets (2021) har i sin studie *Get Real! Individuals Prefer More Sustainable Investments* genomfört två enkätundersökningar för att ta reda på hur fondägare, som konsumenter, ställer sig till fondens hållbara investeringspolicy och dess framtida ESG-utveckling. Den första undersökningen visade att 67,9 % av respondenterna ställer sig positivt till en framtida utveckling av fondens hållbarhetsarbete och de företag som fonden investerar i. Författarna kommer fram till att detta till störst del visar sig bero på respondenternas individuella sociala preferenser. Respondenterna ombads också ta ställning till om fonden ska genomföra en portföljscreening baserat på fyra SDG-mål. I undersökningen visar det sig att 74,4 % av respondenterna föredrar en portföljscreening baserat på de valda SDG:erna. (Bauer, Ruof och Smeets, 2021)

I den andra undersökningen, gjort vid ett senare tillfälle, informerar författarna respondenterna om hur fonden genomfört utvecklingsarbetet. Författarna hade tre viktiga syften med sin andra studie. Det första var att se om stödet för att investera hållbart håller över tid. Det andra var att testa om respondenterna håller med om den faktiska implementeringen som fonden genomfört efter den första studien. Det tredje var för att kunna undersöka stödet för engagemang och portföljscreening separat. Efter att ha tagit del av hur fonden implementerat sin nya strategi för mer hållbara investeringar stödjer en majoritet fortfarande utvecklingen av hållbarhetsstrategierna (56,5 %) och införandet av portföljscreeningen (77,1 %). Intressanta resultat är också att de respondenter som deltagit i båda studierna och som stödde mer hållbara investeringar 2018, fortfarande visar sitt stöd 2020 (98,8 %). Dessutom visar resultatet att 76,9 % av deltagarna som tidigare var emot mer hållbara investeringar nu är överens med de åtgärder fonden vidtog 2020. Slutsatsen blir därför att respondenterna fortfarande föredrar mer hållbara investeringar även efter att de sett hur fondens nya hållbarhetsstrategi implementerats, och precis som i första studien beror detta till störst del på sociala preferenser. (Bauer, Ruof och Smeets, 2021)

2.4.2 Drivkrafter

J. Przychodzen, Gómez-Bezares, W. Przychodzen och Larreina (2016) har i artikeln *ESG Issues among Fund Managers - Factors and Motives* genomfört en enkätstudie bland fondförvaltare i fem olika länder. Dem har undersökt fondförvaltares egenskaper, motiv och beteende kring hållbara investeringar för att finna fondförvaltares drivkrafter till ESG-investeringar. Enkäten är utformad för att få svar på två frågor. (1) Om det är objektiva faktorer, såsom yrkeserfarenhet, typ av fond som förvaltas och större investeringssegment, eller subjektiva faktorer, såsom personliga synpunkter, attityder och uppfattningar, som påverkar huruvida man integrerar ESG i sin investeringsprocess. (2) Om styrkan i ovanstående faktorer beror på riskaversion, herding eller om det är för att skapa mervärde. Den, enligt författarna, viktigare frågan de ställde var hur viktigt ESG var i förvaltarnas investeringsprocess. Respondenterna kunde välja mellan sex nivåer från ingen betydelse till extrem betydelse, där 40,71% svarade att ESG är betydande eller extremt betydande i deras investeringsprocess. Resultaten visar att det är mer subjektiva faktorer som influerar fondförvaltare att fokusera på ESG medan objektiva faktorer endast syns fungera som en stödjande roll. Orsakerna till varför detta visar sig är enligt resultatet mer beroende på en vilja att minska främst kortsiktig risk och tendensen till herding, och mindre beroende på att skapa mervärde. Slutsatsen är att med hjälp av subjektiva faktorer, snarare än objektiva faktorer, kan man förklara fondförvaltares motiv till att investera i enlighet med ESG och vad som kan öka betydelsen av ESG. (Przychodzen et al., 2016)

2.4.3 Användning av ESG-information

Van Duuren, Plantinga och Scholtens (2016) har i deras studie *ESG Integration and the Investment Management Process: Fundamental Investing Reinvented* genomfört en enkätstudie för att undersöka portföljförvaltare åsikter kring och integration av ESG. Enkäten riktades till förvaltare för konventionella fonder framför fonder med hållbarhetsmärkning. Frågorna som ställdes i enkäten var bland annat om ESG-faktorer har en roll i förvaltarnas investeringsprocess, om och hur de integrerar ESG i denna process och om separata riktlinjer kring investeringarna finns gällande ESG-faktorer. Resultaten visade att de flesta fondförvaltare använder ansvarsfulla investeringar på ett eller annat sätt i deras investeringar. Ytterligare resultat var att ESG-information främst integreras för red flagging och för att hantera risker. Red flagging innebär att man övervakar och exkluderar konventionella aktier eller aktier med problem gällande ESG. Majoriteten av de svarande som integrerat ESG-faktorer i sin investeringsprocess har sålt aktier på grund av ESG-bekymmer och även köpt aktier till följd av positiv ESG-information. Studien visar även liknande resultat som en

tidigare studie av Chugh and Meador (1984), vilken betonar att ESG-investerare föredrar analyser på individuella företag över att kolla på en industri i helhet. Av de olika ESG-faktorerna står Governance ut som den förvaltarna lägger mest fokus på, då det finns ett samband till kvaliteten hos ledningen. Slutsatsen kring detta är att förvaltarnas syfte med ESG är att uppnå god affärssed framför att förändra världen. (van Duuren, Plantinga och Scholtens, 2016)

2.4.4 Risker och Screening

Folqué, Escrig-Olmedo och Corzo Santamaría (2021) undersöker i studien *Sustainable development and financial system: Integrating ESG risks through sustainable investment strategies in a climate change context* hur fondförvaltares olika Sustainable Investing, SI, strategier påverkar ESG-risker i portföljer. Data är hämtad från Morningstar och fokuserar på europeiska fonder som av Morningstar kategoriseras som “*socially conscious*”, vilket innebär att fonden aktivt investerar utefter ESG-faktorer. Författarna har grupperat SI strategier utefter; 1) negativ screening, 2) positiv screening, 3) negativ screening kombinerat med positiv screening, 4) negativ screening och/eller positiv screening kombinerat med engagemang och 5) impact investment. Negativ screening ses som den enklaste formen medan impact investment anses vara den mest avancerade. Författarnas resultat visar att mer avancerade SI strategier medför lägre ESG-risker i jämförelse med strategier som endast innebär negativ screening. Studiens slutsats är att mer avancerade investeringsstrategier kring ESG krävs för att nå Agenda 2030s hållbarhetsmål och en mer hållbar ekonomi. Även om negativ screening är den mest använda strategin, så räcker den inte för att nå de resultat som behövs. Fondförvaltare bör därför fokusera på enskilda aktiviteter och industrier, och inte endast specifika sektorer, som bidrar till minskad klimatförändring och SDGs. Författarna menar därför att fondförvaltare som bedöms utefter ESG-kriterier och klimatpåverkan gynnas av att utveckla sina hållbarhetsstrategier. (Folqué, Escrig-Olmedo och Corzo Santamaría, 2021)

2.4.5 ESG och avkastning

Abate, Basile och Ferrari (2021) undersöker i artikeln *The level of sustainability and mutual fund performance in Europe: An empirical analysis using ESG ratings* ifall hållbara fonder med högt ESG-betyg överträffar fonder med lågt ESG-betyg när det kommer till riskjusterad avkastning. Författarna granskar först, utifrån vetenskaplig litteratur, förhållandet mellan hållbar företagsstyrning och avkastning, sedan jämförelser mellan hållbara och konventionella investeringsstrategier. I den empiriska analysen valdes fonder ut och data hämtades från Morningstar Directs databas. Datan bestod av de 10% av fonderna med högst samt längst

Morningstar Sustainability rating. Det resultat som författarna kommer fram till är förenligt med slutsatser från tidigare litteratur. Det finns ett positivt samband mellan fondernas ESG-betyg och avkastning. Vidare visar studien att investeringspolicys, som använder ESG-kriterier till grund, ger konkurrensfördelar eftersom de inkluderar icke-finansiella data, vilket är av hög relevans för fondförvaltare. Författarna avslutar med att belysa problematik kring avsaknaden av ett allmänt värderingsmått. När olika mått används försvåras jämförbarheten mellan olika organisationers fondbetyg. (Abate, Basile och Ferrari, 2021)

2.4.5 Riskjusterad avkastning och screening

Verheyden, Eccles och Feiner (2016) undersöker i artikeln *ESG for All? The Impact of ESG Screening on Return, Risk, and Diversification* om ESG-integrering öppnar upp för möjligheter inom olika investeringsstrategier och för fondförvaltare oavsett om ett hållbarhetsintresse finns eller inte. Metoden utgår ifrån insamlad data från två olika investeringsuniversum. Ett "Global All" med large och mid cap aktier från både utvecklade marknader och tillväxtmarknader samt ett "Global developed markets" med large och mid cap aktier från utvecklade marknader. För att mäta investeringarnas effekter av ESG-screeningen jämfördes avkastningsmått med olika ESG-kriterier. Det artikeln presenterar är att ESG-screening förbättrar den riskjusterade avkastningen och att det adderar en 0.16 % förbättring i årlig avkastning. På risksidan visar artikeln ett resultat på att volatiliteten minskar och att variansen är lägre för den screenade datan. Vad gäller diversifiering så kommer de i artikeln fram till att diversifieringskvoten för screenad data är lägre men att skillnaden är minimal. Eftersom den data som använts har hämtats från stora investeringsuniversum och inte från fonder där förvaltare redan handplockat aktier så kan resultatet, att ESG-screening förbättrar den riskjusterade avkastningen, sägas vara applicerbar oberoende av förvaltares olika investeringsstrategier. Det betyder att effekten av ESG-screening har en positiv påverkan oavsett vilken ursprunglig åsikt förvaltaren har kring hållbara investeringar. Detta betyder att om den ursprungliga startpunkten för förvaltare, när de ska handplocka sina aktier till portföljen, är ett ESG-screenat universum så kommer den riskjusterade avkastningen att förbättras utan att ha en negativ påverkan på diversifieringen. (Verheyden, Eccles och Feiner, 2016)

3. Metod

Metoden beskriver uppsatsens tillvägagångssätt och viktiga aspekter som har beaktats under arbetets gång. Med utgångspunkt i en deduktiv ansats har en kvalitativ forskningsmetod genomförts med djupdykande intervjuer.

3.1 Litteraturstudie

Uppsatsen fick sin grund i en litteraturstudie, vilket enligt Patel och Davidsson (2019) genomförs för att kunna avgränsa studien och betona väsentliga delar. Sekundärdata i form av vetenskapliga artiklar undersöktes för att få en bakgrundsförståelse för ämnet samt för att utforma uppsatsens forskningsfrågor. Fler vetenskapliga artiklar analyserades vidare för att problematisera ämnet och utforma studiens referensram. Tillsammans med finansiella teorier skapades därefter en intervjuguide. Litteraturstudien genomfördes med hjälp av databaser såsom Wiley Online Library, Journal Stories (JSTOR), Social Science Research Network (SSRN), Emerald, Multidisciplinary Digital Publishing Institute (MDPI) och ScienceDirect, vilka vi hade tillgång till via Göteborgs Universitet. Svenska och engelska sökord och sökresultat användes för att finna relevanta vetenskapliga artiklar. De valda sökorden var bland annat: ESG, hållbara investeringar, screening, risk, avkastning, fondförvaltare, Behavioral Finance, effektiva marknadshypotesen och modern portföljteori.

Ett källkritiskt tillvägagångssätt genomsyrade hela uppsatsprocessen. Att vara källkritisk innebär att säkerställa att trovärdig information presenteras (Patel och Davidsson, 2019). En djupgående genomgång av allt material gjordes innan fakta användes, vilket innebar undersökning av författare, utgivare och utgivningsår. Även syftet med de olika vetenskapliga artiklarna analyserades för att förstå de olika utgångspunkterna, vilket Patel och Davidsson (2019) menar är viktigt för att säkerställa neutralitet. Det var av betydelse att en stor mängd artiklar och tidigare studier undersöktes för att på så vis kunna erhålla flera perspektiv kring ämnet för att säkerställa neutralitet.

3.2 Val av forskningsmetod

För att kunna undersöka hur svenska fondförvaltare arbetar med hållbara investeringar valdes en kvalitativ metod med djupdykande intervjuer av svenska fondförvaltare. Justesen och Mik-Meyer (2011) beskriver en kvalitativ metod som lämplig för att skildra fenomen i deras sammanhang för att genom en tolkning bidra med ökad förståelse av fenomenet. Intervjuerna genererade vår primärdata, som sedan stöddes av sekundärdata i form av resultat från tidigare

studier. De kvalitativa intervjuerna har givit respondenterna möjlighet att betona sina åsikter och erfarenheter för att framhäva vad de anser som viktigt i sammanhanget. Det gav möjlighet att belysa olika fondförvaltares arbetssätt kring och ställning till hållbara investeringar, på så sätt erhöles även en djupare förståelse för vikten av långsiktig avkastning och riskhantering.

3.3 Val av forskningsansats

Uppsatsen följer ett deduktivt arbetssätt vilket innebär att befintliga teorier relateras till empirin samt används för att göra antaganden och dra slutsatser (Patel och Davidsson, 2019). Med utgångspunkt i befintliga teorier utformades därav frågeställningar och utifrån en deduktiv ansats har insamlad empiri analyserats. Den information som inhämtats och det resultat som presenterats har noggrant kopplats till de befintliga teorierna. Genom en utgångspunkt i den befintliga teorin har uppsatsens objektivitet stärkts, då informationen som hämtats inte påverkats av författarnas subjektiva uppfattningar, vilket hade utgjort en risk ifall en induktiv ansats istället valts (Patel och Davidsson, 2019). En risk med den valda deduktiva ansatsen är att befintlig teori begränsar att nya observationer, som kan vara av intresse för forskningen, upptäcks (Patel och Davidsson, 2019).

3.4 Intervjustudie

Semistrukturerade intervjuer genomfördes, vilket enligt Hallin och Helin (2018) innebär att frågor förbereds i förväg men där även följdfrågor ställs. Följdfrågorna gav respondenterna en möjlighet att utveckla sina svar samt möjliggjorde en djupare analys och ett mer nyanserat resultat. I enlighet med Patel och Davidsson (2019) har intervjuerna som genomförts varit standardiserade och frågorna som ställts strukturerade i en specifik ordning. En intervjuguide skapades utefter tre tematiska områden baserade på uppsatsens forskningsfrågor. De tematiska områdena var arbetet, besluten och incitamenten. Under dessa områden formulerades intervjufrågor vilka skickades till respondenterna i förväg för att på så vis öka möjligheten för dem att noga tänka över och formulera sina svar. Beroende på respondenternas svar ställdes därefter följdfrågor för att få en tydligare och djupare bild av svaren. Beslutet om att genomföra en intervjustudie togs med hänsyn till att det gav möjligheten för att fånga respondenternas attityder kring avkastning, risk och incitament på ett sätt som inte varit möjligt med en enkätstudie. Valet om intervjustudie togs också med avseende att det gav respondenterna en möjlighet att utveckla sina svar samt för oss som intervjuare att ställa följdfrågor med syfte att skapa högre kvalitet.

3.5 Urval

Huvudsyftet var att hitta intervjupersoner som har kunskap och erfarenhet till de frågeställningar och den miljö som studerades (Alvehus, 2019). Urvalskriterier som hade betydelse för uppsatsen var främst två begränsningar angående vilka intervjupersoner som tillfrågades. Den första begränsningen handlade om att endast de som hade yrkesrollen som fondförvaltare tillfrågades, vilket gjordes utifrån ett erfarenhetsperspektiv där specifika kunskaper efterfrågades. Detta visar på vad som kallas för ett homogent urval (Alvehus, 2019). Det andra urvalet som gjordes var begränsningen om att fonden skulle förvaltas i Sverige. Utöver detta gjordes urvalet slumpmässigt bland fondförvaltare i Sverige. Fondförvaltare kontaktades oberoende av ålder, kön, företag eller typ av fond de förvaltar, vilket gjordes för att få allmänna synvinklar och perspektiv och personliga preferenser. Detta visar, å andra sidan, på ett mer heterogent urval med fokus att erhålla en bredare insikt i forskningsfrågorna och på så vis öka uppsatsens nyansering (Alvehus, 2019).

Initialt planerades det att genomföras mellan sex och fjorton kvalitativa intervjuer med ett brett urval av fondförvaltare, vilket baserades på en uppskattning av förväntad respons och svarsfrekvens från tidigare studier. När den tolfte intervjun var genomförd fanns en bra grund och variation i responsen från intervjupersonerna som förvaltade flertalet olika fondtyper, vad gäller inriktning, geografiskt område och storlek. Uppsatsen hade uppnått det som brukar kallas för sin empiriska mättnad (Alvehus, 2019). Bedömningen gjordes att den information som framkommit varit insiktsfull och tillräcklig för uppsatsens syfte och frågeställningar. Respondenterna kunde delas in utefter storlek på fondbolag, se tabell i bilaga 1. Storleken på fondbolaget är baserat på totalt kapital under förvaltning där en indelning har gjorts i tre olika grupper med hjälp av respondenternas uppfattning kring deras fondbolags storlek. Indelningen har gjorts utefter grupperna; liten, medelstor och stor. Siffrorna är i miljarder svenska kronor där liten innebär 1-50 mdkr, medelstor innebär 51-150 mdkr och stor innebär mer än 150 mdkr. Grupperingen har gjorts för att öka jämförbarheten mellan respondenterna och för att kunna dra tydliga slutsatser. Respondenterna presenteras anonymt i uppsatsen med benämningarna A-L.

3.6 Bearbetning och analys av data

För att bearbeta arbetet och data från intervjuerna var ett strukturerat arbetssätt av största vikt. Intervjupersoner kontaktades enskilt via mail, vilket även var kommunikationskanalen som användes för att bestämma tid och plats för intervjuerna. Samtliga intervjuer genomfördes vid olika tillfällen under fyra veckors tid. Alla intervjuer förutom en genomfördes via Teams, då

den sista genomfördes på förvaltarens kontor. Platsen för intervjuerna genomfördes efter respondenternas preferenser och är inte något som påverkade utfallet av intervjun, då samma frågor, interaktion och djup erhöles. Intervjuerna spelades in och transkriberades sedan. Transkriberingarna erbjöds till respektive respondent för att säkerställa att informationen framställts på rätt sätt, vilket även gav respondenterna möjlighet att utveckla sina svar. Sammanfattande svar från intervjuerna kunde sorteras i ett Excel-ark utefter respektive intervjufråga för att få en strukturerad överblick kring svaren. Dessa svar kunde sedan sammanfogas under tematiska områden i resultatet. En ytterligare genomgång av varje respondents transkribering gjordes därefter för att även fånga upp relevanta detaljerade svar från intervjuerna. Dessa användes under de tematiska områdena, vilket gav möjlighet till att använda en stor mängd information på ett strukturerat och tydligt sätt. Resultatet analyserades och diskuterades sedan gemensamt mellan författarna med utgångspunkt i de valda teorierna.

3.7 Forskningsetiska principer

Vetenskapsrådet (2021) lyfter fram fyra forskningsetiska principer, vilka är tillförlitlighet, ärlighet, respekt och ansvar. Tillförlitlighet innebär säkerställning av kvaliteten av forskningen i hela processen (Vetenskapsrådet, 2021). Detta garanterades genom en noggrann litteraturstudie och fortsattes vidare genom kompetenta respondenter som kunde bidra med välgrundade och relevanta svar. Detta gav även en högre tillförlitlighet till analysen och slutsatsen. Ärlighet syftar till att framställa, granska och uppvisa forskning på ett transparent och objektivt sätt (Vetenskapsrådet, 2021). Ärlighet visas genom en utbyggd metoddel där läsaren skall kunna följa hur arbetet genomförts, en noggrann resultatdel för att belysa vad som lyfts fram under intervjuerna och inkludering av intervjuguiden. Respekt skall, enligt Vetenskapsrådet (2021) bland annat tas till forskningsdeltagare. Respondenterna fick efter intervjuerna lämna ett samtycke till att intervjun användes i uppsatsen vilket gjordes för att visa respekt och säkerställa att respondenterna även efter intervjun känner sig nöjda med sina svar. Sist belyser Vetenskapsrådet (2021) att ansvar skall tas för forskningen under hela processen. Ansvar har genomsyrat uppsatsen från idé till slutförandet genom ett tätt samarbete och diskussion om uppsatsens alla delar.

3.8 Validitet och reliabilitet

Två betydande begrepp för uppsatsen var reliabilitet och validitet. Patel och Davidsson (2019) nämner att reliabilitet innebär att resultaten ska vara pålitliga medan validitet innebär att undersöka det uppsatsen är menat att undersöka. En nackdel med en intervjustudie kan anses vara att resultaten inte går att generalisera i en stor skala, vilket innebär att respondenternas

svar inte kan ge pålitliga generella slutsatser om marknaden som helhet. Patel och Davidsson (2019) nämner dock att vikten gällande reliabilitet i en kvalitativ studie snarare ligger i att fånga det unika i sammanhanget och att det unika avspeglas genom variation i svaren, framför att erhålla upprepade svar. Hög reliabilitet i uppsatsen kunde på så sätt säkerställas genom att 12 intervjuer genomfördes vid olika tillfällen. För att vidare stärka reliabiliteten spelades intervjuerna in, med respondenternas samtycke, samtidigt som det bestämdes att respondenterna skulle vara anonyma för att öka chanserna till att få så ärliga svar som möjligt. Reliabilitet och validitet är två begrepp som liknar varandra i en kvalitativ studie och det vanligare är att endast validitet betonas för hela processen kring studien (Patel och Davidsson, 2019). Hög validitet säkerställdes genom att finansiella teorier och tidigare studier kring hållbarhet låg till grund för forskningsfrågorna, intervjuguiden, analysen och diskussionen.

En generell problematik med intervjustudier är att ordspråk, gester och tonläge försvinner under transkriberingsprocessen (Patel och Davidsson, 2019). För att försäkra hög validitet har sådana aspekter tagits med i transkriberingen och de inspelade intervjuerna lyssnades igenom flertalet gånger för att säkerställa att respondenternas svar tolkades på korrekt sätt. Transkriberingarna skickades ut till respondenterna för granskning, vilket enligt Patel och Davidsson (2019) kan bidra till kommunikativ validitet. Justesen och Mik-Meyer (2011) förklarar att kommunikativ validitet, även kallat respondentvalidering, innebär uppföljning och granskning av den erhållna informationen. Det innebär vidare att intervjupersonerna, genom att läsa igenom transkriberingen, har möjlighet att korrigera för att säkerställa att informationen stämmer överens med det som de ville ha sagt (Justesen och Mik-Meyer, 2011). Detta gav respondenterna möjlighet att utveckla och förtydliga sina svar vilket ger högre autencitet och transparens. En risk med den valda metoden var vad som kallas social-desirability bias, social-önskvärdhetsbias, vilket innebär att respondenternas svar skönmålas utefter det uppsatsen undersöker (Cleave, 2021). Detta kan även tänkas sänka både validiteten och reliabiliteten i en uppsats. Detta bias har dock minskats genom att respondenterna är anonyma, vilket bidrar till ärligare svar då ingen information utlämnas om varken fondförvaltaren eller fondbolaget hen arbetar för. Uppsatsen stärks även av att flertalet fondförvaltare har intervjuats vilka har gett både liknande svar men även unika svar, med både fördelar och nackdelar kring hållbara investeringar.

4. Resultat

I resultatet presenteras respondenternas svar under intervjuerna utefter tematiska områden. De tematiska områdena är utvalda utefter uppsatsens forskningsfrågor och de intervjufrågor som har ställts.

4.1 Arbetet med hållbara investeringar

4.1.1 Välja in, välja bort och påverka

Respondenterna arbetar främst med tre olika strategier: välja in, välja bort och påverka.

Respondent B arbetar med att välja in och välja bort bolag efter fyra utvalda

hållbarhetsområden, vilket innebär att fonden inkluderar bolag som är verksamma inom

branscher som gynnar dessa områden. Både respondent E och G väljer in bolag som förbättrar

samhället och framtiden. Respondent G vill även se att bolagen visar en kontinuerlig

förbättring på dess hållbarhetsarbete. Fonden som respondent G förvaltar är fokuserad på

utvecklingsländer, vilket innebär att de inte kan ställa samma krav på dessa bolag som på bolag

i mer utvecklade länder. Respondent I arbetar med att integrera bolag som har en intressant

hållbarhetsprofil utefter en inblick i de hållbarhetsmöjligheter och hållbarhetsrisker som finns.

Investeringar undviks i bolag där det finns en svårighet att få en riktig uppskattning om vilka

hållbarhetsrisker som finns eller där riskerna är för stora, samt om bolaget inte kan eller vill

förändra sig för att minimera risker. För respondent J handlar det främst om att välja in då

strävan är att hitta bolag som ska kunna leverera en bra riskjusterad avkastning över tid.

Respondent H och L väljer in bolag utefter FN:s globala mål. Respondent L berättar vidare att

positiv och negativ screening används för att analysera bolagen. Det nämns dock finnas en

svårighet kring att det i många fall krävs mycket tids- och resurskrävande rapportering som på

så sätt hämmar villigheten att utåt ha specifika hållbarhetsprocesser.

Respondent E förklarar att exkludering sker av de bolag som i nuläget belastar omgivningen

och att dessa bolag därav riskerar att behöva betala för denna belastning i framtiden,

exempelvis genom beskattning. De vanligaste branscherna som respondenterna exkluderar är

bland annat vapen, fossila bränslen, tobak, alkohol och pornografi. Denna exkludering görs

utav respondent G, I och K främst på grund av fondbolagens allmänna fondregler. Respondent

I förklarar vidare att fondbolaget har en gemensam syn om att dessa branscher inte kan anses

hållbara och att de går emot deras etiska normer. Samtidigt finns det, hos respondent I,

undantagsfall till de exkluderade branscherna om bolaget är ett omställningsbolag med en

rimlig och tydlig plan som anses möjlig att genomföra. Respondent D berättar även att dessa

branscher exkluderas för att sålla bort verksamheter där de inte ser någon framtid. Respondent C berättar att fondens exkludering inte inkluderar alkohol och försvar på grund av fondförvaltarnas egna åsikter och moraliska ståndpunkter. Fondbolaget som respondent J arbetar för har en dynamisk lista som exkluderade företag hamnar på, vilket innebär att ingen fond inom fondbolaget får köpa bolag om dessa är uppskrivna på listan. Respondent L har exkluderat branscher men lyfter vikten av att analysera varje enskilt bolag var för sig, även i de branscher som inte är exkluderade.

Påverkan sker för respondent B, D, E, G, H, I och J genom att föra en dialog med bolaget. Respondent B, D, G, H och J berättar vidare att om bolaget inte visar någon förändring, eller plan för att förändras, efter en dialog väljer de istället att sälja av innehavet. Mer exakt ger respondent G bolaget 12 månader på sig att visa en förbättring. Respondent J betonar vikten av att försöka påverka eftersom detta förbättrar utsikterna för bolaget, vilket i slutändan förhoppningsvis även leder till bättre avkastning för kunderna. Som fondförvaltare på ett stort fondbolag upplever respondent I att de har stora möjligheter att påverka via en dialog, men att det även finns fall då de har sålt av innehav om verksamheten inte längre är förenligt med vad fondförvaltaren själv anser är hållbart. Respondent B, F och L arbetar alla tre för mindre fondbolag och upplever därför en svårighet att påverka bolagen, men främst B och F försöker ändå att påverka. Respondent F berättar vidare att påverkan oftast går lättare om de agerar tillsammans med en större fond, men sannolikheten är att de istället röstar med fötterna och säljer av om omständigheter kräver det. Respondent L diskuterar händelser med fondbolagets ESG-kommitté och i de flesta fall säljer de därefter av innehavet om händelsen anses allvarlig. Respondent L för ibland en dialog med bolagen men berättar att påverkan enklast sker i mindre bolag där de är en större ägare. Vidare nämns det att de i vissa fall, genom en dialog med bolagen, har större tillgång till information än vad en privat investerare har. Det lyfts upp en kritik, av respondent L, kring att många säger att de påverkar när de i själva verket inte har möjlighet att göra det och att det blir ett spel för galleriet. I många fall anses den enda möjligheten till att påverka att ansluta sig till ett större institut som gemensamt för flera parter talan. Den vanligaste taktiken för Respondent C är att rösta med fötterna, att sälja av, då det inte anses givande att fortsatt vara investerad i ett bolag som har agerat felaktigt, men att det kan vara olika från fall till fall och beroende på hur stor incidenten är.

4.1.2 Hur investeringsbesluten tas

Hur arbetet fortgår och hur investeringsbesluten tas kan se olika ut. Respondent A följer ett index som styr investeringarna tillsammans med parametrar bolaget måste hålla sig inom,

såsom koldioxidavtryck. Investeringarna görs även utefter vilket betyg det bidrar med till fonden utifrån Morningstars jordglober, där målet är att hålla 4 eller 5 jordglober. Det är en avvägning som görs kring det nuvarande betyget och den potential som bolaget har där ett bolag med dåligt betyg men med stor framtidspotential i många fall även kan generera hög avkastning. Respondent B kollar noga på företagets affärsmodell och hur denna kan gynnas av en omställning, snarare än att gå utefter exempelvis antal Morningstar jordglober det genererar. Vidare genomför respondent B en hållbarhetsutredning med hjälp av data från Sustainalytics. Denna data används i en omräkningsfaktor som adderas på diskonteringsräntan i kassaflödesanalysen. Detta gör att de bolagen som inte kan anses vara lika hållbara kommer att se dyrare ut. Respondent B, E, F och G berättar om en framtidsstro på en hållbar utveckling och att det då är bolag med hållbara affärsmodeller som kommer att gynnas av denna omställning, därav är dessa bättre investeringsalternativ på lång sikt. Respondent F investerar inte i något endast för att det är hållbart utan det ska vara både hållbart och ge avkastning över tid. Under investeringsprocessen utgår respondent E från historisk prestation, nuvarande position och pris. Dåligt ESG-arbete tynger sedan helhetsbedömning av bolagen. Med hjälp av data från Sustainalytics får fondförvaltaren ytterligare information som används tillsammans med en finansiell analys, analys av bolagskulturen och andra hållbarhetsfaktorer för att göra sina beslut, men inget eget betyg sätts.

Även respondent G, I, K och L har integrerat hållbarhetsanalysen i den finansiella analysen. Respondent I och L berättar vidare att den personliga avvägningen görs efter en kvalitativ analys av bolagen, men där L även använder ett hållbarhetsindex som utgångspunkt. Respondent C screenar företag utifrån hållbarhetsaspekter och bolagen får då ett ESG-betyg som jämförs mot ett index. Betygen inkluderas inte i en diskonterad kassaflödesanalys utan investeringsprocessen utgår från att hitta ESG-fokuserade bolag som är nya och oupptäckta på marknaden. Respondent C berättar att investeringarna måste kännas okej och avvägningarna görs utefter sunt förnuft och deras personliga moraliska kompass. Respondent C letar därifrån efter långsiktigt hållbara affärsmodeller, då det är företag med ett ESG-fokus som kommer att ha medvind. De letar därav efter en tillväxt som ska vara okorrelerad mot ekonomin och strukturell.

Med hjälp att bolagets hållbarhetsteam, för stöd och utbildning, gör respondent H sin egen avvägning kring hållbarhetsfrågor i sin fond. Respondent J tar i investeringsprocessen hänsyn till både bolagens grundläggande ekonomiska fundament men även dess hållbarhetsarbete. För

varje investering görs en fundamental analys där respondent J analyserar hur bolaget är positionerat jämfört med konkurrenter, utsikterna för produkten som företaget har och slutligen görs en värdering av bolaget. Det är, enligt respondent J, en process som har många pusselbitar som ska passa ihop och hållbarhet sveper ofta över alla dessa delar. Respondent J menar vidare att en avvägning behöver göras i varje enskilt fall. En väldigt bra ESG-profil kan motivera en lite lägre kapitalkostnad vilket innebär högre fundamentalt värde för bolaget, och tvärtom. Det nämns dock att det kan vara högt prissatt. Det kan finnas möjligheter i att gå in i ett bolag som för tillfället har en sämre ESG-profil då det under tidshorisonten kan ha en bra resa framför sig både avkastningsmässigt och när det kommer till ESG. Respondent F berättar att innan de investerar går de genom bolagets årsredovisningar, presentationer och rapporter. Intressanta bolag analyseras av data från Sustainalytics, där utslaget sedan granskas och alla faktorerna av ESG analyseras. Respondent L berättar att fokus ligger på att tänka klokt och utefter ens egna värderingar, då det är en värderingsfråga baserad på enskilda personers åsikter. Arbetet utgår därav utefter eget tänkande och egna värderingar.

4.1.3 De tre delarna av ESG

Respondent G berättar att fokus på de tre komponenterna av ESG kan variera från bransch till bransch, men att alla tre överlag är lika viktiga. Respondent L nämner att tillgången av data skiljer sig åt mellan olika branscher och att detta påverkar vilken del man arbetar mest med. Datan nämns även skilja sig åt mellan de tre komponenterna överlag, där Environmental anses vara den vetenskapligt svåraste medan de andra två är mer kvalitativa och därav lättare att ta ett eget beslut kring. Arbetet kan även skilja sig beroende på vilket analysbolag man använder sig av och vad dessa har valt att fokusera på. Det krävs därför, enligt respondent L, ibland olika angreppssätt till de olika komponenterna. Respondent A, B, C och D berättar att mer fokus oftast läggs på Environmental och sedan Governance, även om Social också tas hänsyn till. Vidare nämns det av A, B och D att Social är svårare att arbeta med, då det är svårdefinierat och svårhanterligt. Vad gäller Environmental är det enligt respondent J oftast hyfsat tydligt och inte lika mycket gråzon. Respondent C berättar att mest fokus läggs på Environmental eftersom det anses vara det som är avgörande. Även om alla tre faktorer anses vara av stor betydelse berättar respondent F och I att mer fokus hamnar på Environmental. Detta är enligt I av anledning till fondbolagets egna klimatpolicys och klimatmål. Respondent J och L berättar att de fokuserar på alla tre delarna av ESG men att Governance är extra viktigt då synen är att de som styr bolaget måste göra det på ett ansvarsfullt och skickligt sätt, att det är avgörande. Respondent K berättar också att det största fokuset ligger på Governance och förklarar att det är kring Governance där de som stora aktieägare kan vara med och påverka. Respondent E

berättar att de tror att ett välskött Governance bidrar till en bra grund som genererar rätt beslut i alla led. För respondent H och L ligger fokus snarare på FN:s 17 globala mål och att alla tre delar av ESG därav arbetas med.

4.1.4 Användning av hållbarhetsratings

Respondenterna A, B, E, F, G och J använder sig av Sustainalytics som leverantör för hållbarhetsdata. Respondent C använder sig av ISS som leverantör för hållbarhetsdata och respondenterna H, I och K använder både Sustainalytics och ISS. Respondent K berättar de samlar data från de olika leverantörerna och sammanfogar det så att de i slutändan får ut ett viktat genomsnitt. Vidare försöker respondent K göra analysen själv då det är viktigt att förstå produkten och bolaget. Respondent D använde sig tidigare av Sustainalytics men numera används ingen leverantör utan nödvändig data och information tas fram av fondbolaget själva. Respondent L använde tidigare en egen framtagen rating men har numera tagit bort detta på grund av att det krävde stor mängd rapportering samtidigt som efterfrågan var låg. Gemensamt för alla respondenter är att de inte enbart förlitar sig på den inhämtade informationen och data från de olika leverantörerna. De genomför även egna analyser av bolagen på detaljnivå, då det ofta kan uppstå fel från externa ratinginstitut som inte har samma inblick i varje enskilt bolag.

Respondent G använder Sustainalytics för att screena bolag men har ingen hållbarhetsrating från Morningstar, då Sustainalytics inte täcker tillräckligt stor andel av bolagen som G har investerat i för att Morningstar ska kunna ge ett betyg. Respondent G lyfter även att det finns en problematik med denna typ av mått som är väldigt kvantitativt utformade med standardiserade formulär i och med att verkligheten i många fall är mer kvalitativt utformad. Problematik lyfts även kring bristande insyn i kvantitativa mått samt att dessa kan skilja åt beroende på vilket land bolaget är etablerat i. Risken med att inte ha tillgång till en rating från Morningstar nämner respondent G dock är förlust av potentiella investerare som filtrerar på exempelvis visst antal jordglober när de ska investera. Det finns en kritik som vissa av förvaltarna lyfter. Respondent A och D menar att data från Sustainalytics oftast inte kan anses vara aktuell och att den inte uppdateras i tillräcklig takt. Respondent A nämner vidare att det även kan finnas konflikter mellan olika leverantörer av hållbarhetsbetyg där de har olika åsikter, vilket försvårar arbetet. Respondent H lyfter en brist av transparens på hur jordgloberna beräknas fram, att förvaltare ibland har en annan åsikt än vad betyget visar och att det bygger på mycket rapportering som ibland kan vara svår att genomföra för de mindre bolagen. Det positiva benämns dock vara att Morningstars jordglober fungerar som ett riktmärke för privatpersoner när de vill investera. Respondent E nämner att Sustainalytics och Morningstar

har stora förbättringspotentialer, men att det ändå fungerar som ett externt perspektiv och som en verifikation. Respondent I arbetar på ett kvalitativt sätt där mycket av arbetet består utav dialoger och det gör även att ratings spelar mindre roll. Ratings består oftast utav ett estimat, som ibland endast är ett allmänt branschmätt, vilka följs upp och analyseras. Respondent L lyfter fram en kritik mot deras använda hållbarhetsindex kring att det kan diskuteras hur hållbart det egentligen är, då det innehåller flera oljebolag. Respondent L har valt att bortse från vad som står på pappret och visar inte upp något hållbarhetsbetyg eller en specifik process. Vidare nämns att ett stort hållbarhetsarbete pågår bakom varje investering ändå, men att resurser inte finns för att kunna dokumentera allt.

Vad gäller växthusgasutsläpp så rapporteras det av samtliga fonder. Dock lyfter respondenterna C och H problematiken kring redovisningen av de olika scopen från GHG protocol. Typiskt sett tas det endast hänsyn till scope 1 och scope 2 när utvärderingarna görs. Scope 3, där hänsyn även tas till underliggande led, redovisas inte i dagsläget. Detta gör att bolag med egen produktion redovisar ett betydligt högre avtryck än bolag som saknar egen produktion. Det här menar respondent C pekar på att en viss typ av risker och möjligheter blir förbisedda. De bolag som inte tillverkar själva utan som köper in det material som krävs för verksamheten visar ett lägre avtryck fast de i själva verket kanske har underleverantörer som orsakar högre utsläpp än vad bolaget hade haft om de istället själva producerat insatserna. Respondent H nämner problematiken med scopen kopplade till hållbara energibolag och fonder med just den typen av fokus. Respondent H påpekar att förnybara energifonder idag redovisar ett otroligt högt CO₂-avtryck eftersom investeringarna ligger i industrier som exempelvis tillverkar solpaneler och vindkraft. Hade man istället kunnat räkna ut effekten på lång sikt där man kan mäta sol- och vindenergi utsläppen kontra de fossila, så hade bilden sett annorlunda ut.

4.1.5 Upplevelsen av externt och internt tryck

Respondent E, G, H, J och K upplever att det finns både ett internt och ett externt tryck att investera hållbart. Respondent E förklarar att det finns två sidor av trycket, en kvantitativ sida mer fokuserad på nyckeltal och en kvalitativ sida mer fokuserad på hur man påverkar, förbättrar och förändrar. Respondent G upplever att det externa trycket är större från professionella investerare, i jämförelse med privata kunder, då det är dem som har mest kapital. Detta externa tryck har även växt sig fram betydligt starkare under de senaste åren, då det nästan var obefintligt tidigare och ESG sågs av många endast som en ursäkt när man hade dålig avkastning. Respondent H upplever att det interna trycket är så stort att ett hållbarhetsintresse i princip är en grundsten för att trivas på fondbolaget. Respondent H berättar vidare att även om

det externa trycket alltid består, så ändras det i perioder om vad som anses hållbart och inte, där försvarsindustrin lyfts upp som ett exempel på en bransch som åsikterna skiftat kring under den senaste tiden. Respondent J upplever att det externa trycket är större än det interna trycket. Det externa trycket anses bero på den höga efterfrågan på hållbara investeringar från kunder i alla segment. Det externa trycket kommer inte bara från kunder utan uppfattas även bero på att media rapporterar mycket om hållbarhet. När det kommer till det interna trycket berättar respondent J att det oftast inte är samma personer som förvaltar fonden som säljer den. Det uppstår på så sätt ett tryck från säljarna att fonden skall uppfylla det som kunderna efterfrågar och samtidigt ge god avkastning över tid. När det kommer till externt tryck, anser respondent F och K att det är kunderna som bestämmer vilken investeringsfilosofi fonden kommer att ha, eftersom utan kunder så finns inget kapital att investera.

Respondent A, B och I upplever ett internt tryck men inte ett externt tryck. Respondent A anser att kunder har ett större fokus på avkastning och vissa grundläggande etiska riktlinjer, såsom barnarbete och landminor, men inget direkt fokus på hållbarhet. Respondent A nämner dock att frågor kommer från kunder beroende på vad som rapporteras i media, vilket varierar med tiden. Respondent B upplever inte ett externt tryck men att kunder framför propåer och att en dialog därav hålls med kunderna. Med lite kontakt med slutkund känner inte respondent I av det externa trycket till så stor grad, men att detta antagligen hamnar på företaget som helhet och förvandlas på så sätt till ett internt tryck.

Respondent C, D och L upplever ett externt tryck men inte ett direkt internt tryck i samma grad. Införandet av taxonomin innebär också ett tryck och krav på omställning vilket kan växa sig större och större desto fler branscher taxonomin omfattar. Respondent L märker även av effekter av vad som är aktuellt i media, då det blir trender av vilken riktning investerare vill röra sig åt. Vidare nämner respondent L även att det externa trycket har växt under åren men att det även till stor del är en generationsfråga. EU:s regelverk och Finansinspektionen utför även ett tryck som är svårt att stå emot, enligt respondent L, där det gäller att acceptera deras krav.

4.2 ESG kopplat till risk och avkastning

4.2.1 Avkastning

Hos respondenterna finns en gemensam tro och syn av att hållbarhet och långsiktig avkastning är integrerat. En ökad efterfrågan på hållbara investeringar, både på grund av en nödvändig omställning men även på grund av konsumenters preferenser, förväntas av de flesta

respondenter att missgynna de företag som inte tar hållbarhet i beaktning och gynna de företag som arbetar med hållbarhet. Respondent F menar att sunda affärsmodeller är hållbara på lång sikt medan mindre sunda affärsmodeller oftast har ESG-relaterade problem. Respondent J förklarar att det alltid kommer finnas sektorer och bolag som inte kan klassas som hållbara men på grund av hög avkastning på kort sikt så kommer det finnas investerare som placerar sitt kapital där. Respondent J understryker att de anser att det ger betydligt bättre avkastning över tid att investera i hållbara bolag om det bär sig ekonomiskt. Det som är viktigt, menar respondent J, är att det måste finnas en bra ekonomisk grund för att investera hållbart, precis som med alla investeringar. Både respondent H och I lyfter vikten av att undersöka både hållbarhetsmöjligheter och hållbarhetsrisker, där det idealiskt skall finnas större möjligheter medan riskerna är minimerade samt att dessa minskar ännu mer på lång sikt. Respondent H anser även att det i många fall finnas ett positivt samband mellan hög kvalitet i ett hållbarhetshänseende och hög kvalitet hos bolaget som helhet.

Respondent E nämner vidare att lösningar som kostar mindre är effektivare och bättre för miljön, vilket innebär bättre marginal och intjäning. En hållbar affärsmodell arbetar med att spara resurser genom att i designen av produkter exkludera det som inte behövs och på så sätt minimerar man påverkan och maximerar den finansiella vinsten. Det innebär enligt respondent E även en indirekt minimering av risker. Respondent K anser att om du har en hållbar produkt eller erbjudande så ger det möjlighet till att tjäna mer pengar, över tid. Vidare belyser respondent K att vissa företag kan vara fantastiska på alla parametrar men inte tillräckligt gällande hållbarhet och därför värderas dessa ganska lågt. Investeringar i ett sådant bolag i ett tidigt skede ser respondent K som en fördel, då omställningsarbetet som framtiden kräver kan ligga till grund för god framtida avkastning och tillväxt. Respondent F anser inte att hållbarhet är en faktor som är avgörande för god avkastning utan att det är ledningen och bolagsspecifika faktorer som styr hur väl ett företag lyckas. På lång sikt menar respondent F dock att hållbarhet kommer att ha en inverkan på hur bolag presterar i de olika branscherna och kommer således också att spela en större roll.

4.2.2 Risk

Respondent I betonar vikten av att minnas det faktum att bolagets exponering mot hållbarhetsrisker kan resultera i en faktisk kostnad för bolaget. Respondent G anser att hållbara investeringar kan vara ett sätt att hantera och skydda sig mot risker på. Respondent A lyfter fram två typer av risker, anseenderisk och avkastningsrisk. Anseenderisk innebär risk för att bolaget hamnar i en skandal som i sin tur får fondbolaget att se dåligt ut. Avkastningsrisk är

riskerna för att bolaget exempelvis inte har tillräcklig koll på sina säkerhetsrutiner, vilket kan drabba avkastningen negativt. Av dessa två är anseenderisken den som är viktigast men även avkastningsrisken tas hänsyn till, enligt respondent A. Respondent L lyfter också fram en risk kring att vara investerad i företag som riskerar att hamna i skandaler och att det då sprids rykten, som innebär ett fall av värdet på aktien samt dåligt rykte för fondbolaget. Denna risk anses vara stor hos de bolag som inte har ett hållbarhetsarbete. Respondent G nämner också att det finns risker med nya standarder och regleringar som implementeras då det kan uppstå mätfel och svårigheter kring implementeringen. En nackdel anses även vara att det finns en oklarhet vad hållbarhet egentligen innebär, då det finns flera olika sätt du kan vara hållbar på. Du kan exempelvis vara aktiv och påverkande men du kan även vara endast exkluderande.

Respondent J berättar att det finns en risk i att det ibland inte läggs tillräcklig vikt vid att det finansiella ska fungera för de bolag som kan anses vara hållbara. Ibland har det visat sig att de är väldigt beroende av subsidier, med andra ord bidrag eller liknande, för att fungera.

Respondent A och D nämner att ESG-bolag i de flesta fall är unga tillväxtbolag vilket gör att det krävs en vaksamhet och noga analys av företagen. Dessa bolag har enligt respondent A möjlighet att tjäna mycket pengar i framtiden, men gör det inte idag. Respondent A berättar vidare att en risk som finns med hållbarhetsbolag, men som även kan vara en möjlighet, är att de som marknadsför sig som ett ESG-bolag i en större utsträckning har möjlighet att attrahera mer kapital och får på så sätt även en annan värdering. Det gör att vissa bolag får en väldigt hög värdering, medan mer anonyma bolag som visat samma utveckling och har ett likvärdigt hållbarhetsarbete har en mycket lägre värdering. Respondent A nämner därför att ESG-pengar kan vara blinda och gör att man inte tittar djupare in i bolaget och utvärderar det. Om det är en nackdel eller inte kan även bero på om du investerar i början eller kommer in senare.

Respondent A, B, C, D, I, J och L nämner att det finns en risk att det blir en uppblåst värdering och stora premier. Respondent J och L berättar att detta sker på grund av den stora efterfrågan på att investera hållbart, vilket innebär att det kommer in väldigt mycket pengar som ska köpa ett förhållandevis litet antal bolag. Detta menar respondent J och L alltid är en risk med något som alla vill köpa samtidigt, vilket resulterar i att flocken springer åt samma håll. Då kan det vara svårt att ha disciplin att kliva av det tåget. Respondent F, H och I betonar vikten av att göra undersökningar vad individuella bolag gör, både monetärt och hållbarhetsmässigt. Detta menar respondent H är en riskfaktor som oftast missas, då investerare blir ivriga att investera i ett bolag på grund av att det blir trendigt. Respondent I nämner vidare att man inte kan lita blint

på att bolag arbetar med hållbarhet eftersom det kan finnas risk för greenwashing. Respondent F menar att det i många fall finns bolag som pratar mer än vad de presterar, och att undersökningar därav är viktiga för att säkerställa att det inte bara är tomma ord. Respondent B och C menar att det blir ett fokus på kortsiktighet där folk vill engagera sig endast för att det är en trend och inte har ett långsiktigt fokus. Respondent L nämner att det egentligen inte är hållbarhetssegmentet som är orsaken till problemet, utan att det istället är det mänskliga flockbeteendet. Det uppkommer en negativ sidoeffekt på grund av att fler vill investera hållbart och att det även är det hållet lagar och regler trycker alla fonder mot. Respondent L anser att det även uppstår en risk kring att resurser i många fall behöver läggas på rapportering och att se bra ut utåt, istället för arbetet som faktiskt sker. Både respondent C och E nämner vidare att desto mer man snävar åt hållbarhet, om man exempelvis är en artikel 9 fond istället för en artikel 8 fond eller en ren impact fond, så försvårar det arbetet mer. Respondent E nämner dock att hen inte ser några nackdelar med hållbara investeringar.

4.2.3 Diversifiering

När det gäller diversifiering nämner respondent E och L att hållbara investeringar inte ses som en begränsning för att uppnå en diversifierad fond. Respondent L betonar att det istället öppnar upp för nya investeringar och att utbudet hela tiden växer. Respondent C nämner att det är en begränsning, men en bra begränsning som man som aktiv förvaltare är öppen för. Respondent D, G och H nämner vidare att det kan finnas en begränsning beroende på vilken marknad man fokuserar på, men att detta för D och H inte upplevs vara ett problem. Utöver det nämner respondent D att det även bero på vilken typ av bolag man vill inkludera i sin portfölj och vilken risknivå man vill ha, om man exempelvis vill inkludera tillväxtbolag eller inte. Respondent G berättar att i utvecklingsmarknader är utbudet av noterade bolag betydligt mindre, men att det kan bero på vilket perspektiv och sikt man har, och på längre sikt hade G ändå valt hållbara bolag då dessa anses vara mer lönsamma på längre sikt. Respondent I menar att om man exkluderar och begränsar sina investeringar för hårt kan det finnas en risk att möjligheten att ha en diversifierad fond försvinner och att fokus därför istället bör ligga på att välja in snarare än att välja bort, generellt sett. Respondent K förklarar att om man fokuserar på bolag med renodlat hållbarhetsfokus, vilket ofta är nyare bolag som inte tjänar så mycket pengar idag, så kan det leda till en skev riskprofil där risken blir svår att diversifiera bort. Respondent J anser att diversifieringsproblematiken endast uppstår om man smalnar av begreppet hållbarhet för mycket.

4.3 Incitament till att investera hållbart

Det gemensamma incitamentet till att investera hållbart är att skapa avkastning för sina kunder, vilket baseras på tron att hållbara investeringar kommer att generera högre avkastning i framtiden. En viktig faktor för många av respondenterna är även att investeringarna ska kännas bra och att man ska kunna stå bakom de val man har gjort. Respondent C nämner även att investeringar som inte anses hållbara men som förväntas generera kortsiktig avkastning inte är intressanta, då det går emot ens moraliska kompass. Respondent D nämner att dålig avkastning kommer att minska investeringarna i fonden och att det då inte är avgörande om fonden ändå varit mer hållbar än konkurrenterna. Samtidigt ökar medvetenheten med tiden och att incitamenten på så sätt även drivs av att kunderna förväntar sig att fonden ska exkludera vissa branscher och att fonden åtminstone inte är ohållbar. Ens egna preferenser och åsikter påverkar även besluten som tas, enligt respondent D, men det upplevs finnas en gemensam uppfattning kring vad som anses hållbart och viktigt hos bolag på fondbolaget. Även respondent K menar att egna preferenser kommer att påverka vilka incitament man har till att investera hållbart och att det är något man måste ha förståelse för. Respondent E nämner att incitamenten grundades i en vilja att förbättra världen för de framtida generationerna. Respondent F vill att jorden ska leva så länge som möjligt, så om valet är mellan två likvärdiga investeringar så väljs den som är mer hållbar. Respondent L ser hållbara investeringar som en naturligt integrerad del så att det inte finns några specifika incitament med att investera hållbart, men att ens egna preferenser och vilja att investera hållbart påverkar de valen som görs. Det ses av respondent L även som en viktig del för att göra sina kunder nöjda. Respondent G lyfter att ytterligare ett incitament är att attrahera framtida konsumenter, då hållbarhet blir allt viktigare och viktigare.

Respondent J förklarar att förvaltare på fondbolaget har sina besparingar i fonden, vilket innebär att de har ytterligare incitament till att investera för bästa möjliga avkastning. Det sägs då inte heller finns någon anledning till att ta genvägar. Respondent J förklarar också att det är viktigt att skilja på det professionella uppdraget och personliga preferenser, även om de allt som oftast sammanfaller då man som förvaltare bör förvalta en fond vars mandat överensstämmer med ens egen övertygelse. Har man fått förtroendet att förvalta andra personers sparkapital så är det för respondent J viktigt att göra välarbetade analyser i bolagen och investera där det finns bäst potentiell riskjusterad avkastning. Respondent H, I och K nämner en rörlig ersättningsdel från fondbolaget baserat på fondförvaltarnas hållbarhetsarbete som incitament. Även respondent A nämner att incitamenten kommer från ett internt bedömningskrav baserat på Morningstars jordglober, där finns på så sätt ett incitament att ha

fem glober på sin fond. Detta incitament kommer även från att större investerare, såsom stiftelser och pensionskassor, i många fall har krav på att fonden ska leva upp till fyra eller fem glober för att de ska investera och fortsätta vara investerade.

5. Analys

I analysen kopplas studiens resultatet ihop med uppsatsens valda finansiella teorierna. Detta ger en vetenskaplig utgångspunkt samt ett vetenskapligt djup till det resultat som studien erhållit.

5.1 Effektiva marknadshypotesen

Den effektiva marknadshypotesen, EMH, beskriver att marknader är effektiva då all tillgänglig information speglas i aktiepriset. EMH menar att det inte går att förutspå framtida avkastning då priser, utöver det som kan fastställas genom tillgänglig information, rör sig slumpmässigt (Fama, 1970). Respondenterna nämner att flera hållbara bolag blir övervärderade på grund av den höga efterfrågan och trenden som finns i samhället. Likvärdiga bolag kan, enligt respondenterna, ha en lägre värdering om de inte har fått samma samhälleliga uppmärksamhet. Fama (1970) beskriver semi-stark effektivitet som den effektivitet då publikt tillgänglig information avspeglas i aktiepriserna. Detta betyder att marknaden inte har en semi-stark effektivitet, då priserna skiljer sig åt mellan likvärdiga bolag utifrån den publika informationen på grund av samhällelig uppmärksamhet. Det läggs med andra ord mer fokus på vad det pratas om i fikarummet än årsredovisningar och finansiella rapporter. Fama (1970) beskriver även en svag form av effektivitet som istället handlar om historisk information. Om skillnaden i priser hos likvärdiga bolag snarare är baserad på historisk information och prestation av bolagen kan det finnas en svag form av effektivitet. Teorin kan på så sätt kopplas till uppsatsens forskningsfråga kring hur svenska fondförvaltare ser på risk gällande hållbara investeringar, då övervärderingen anses vara en risk hos hållbara investeringar enligt respondenterna.

Informationen privata investerare har är allmän information och deras investeringsbeslut kan även, enligt respondenterna, utgå från hållbarhetsratings. Ett problem som respondenterna har lyft fram med hållbarhetsratings är att de ibland inte är baserad på ny och aktuell data. Detta gör att dessa ratings inte speglar all allmänt tillgänglig information och kan därav enligt EMH inte bidra till semi-stark form av effektivitet (Fama, 1970). Det kan snarare endast ses som svag form av effektivitet. Utifrån respondenternas svar arbetar dock de flesta med egenframtagna strategier för att välja bolag och förlitar sig i mindre utsträckning på hållbarhetsratings. Detta kan innebära att fondförvaltarna efter dialoger med bolagen erhåller ytterligare information som inte är allmänt känd. EMH beskriver stark form av effektivitet som när monopolistisk tillgång till information speglas i priserna (Fama, 1970). Information om bolagens framtida arbete, som kanske inte alltid är allmänt känt, blir därför monopolistisk

information. Denna information vill fondförvaltare använda för att erhålla så hög avkastning som möjligt, vilket tyder på att det inte finns en stark form av effektivitet på marknaden. Fondförvaltare kan på så sätt genom att marknaden inte har en stark form av effektivitet erhålla högre riskjusterad avkastning genom monopolistisk information. Detta kan även skilja sig åt mellan olika fondförvaltare beroende på deras arbetssätt. Flera av respondenterna berättar att de försöker påverka bolagen genom en dialog, för att uppnå så hög riskjusterad avkastning som möjligt. Respondenterna upplever att möjligheten att påverka är olika beroende på storleken på fondbolaget. Detta kan påverka hur mycket information de får tillgång till och kan avgöra om priset reflekterar denna information, samt vad framtida priser kan förutspås att vara, vilket då inte alla får samma information kring. Med andra ord kan det påverka hur effektiv marknaden kan anses vara enligt EMH (Fama, 1970). Enligt vissa av respondenterna är tillgängligheten av information dessutom olika för olika komponenter av ESG. Detta kan även tänkas påverka vilken form av effektivitet marknaden kan uppnå. Detta ger teorin en tydlig koppling till uppsatsens övergripande forskningsfråga kring hur svenska fondförvaltare arbetar med hållbara investeringar.

5.2 Moderna portföljteorin

Enligt den moderna portföljteorin är investerare riskaverta och vill endast ta högre risk om de blir kompenserade med högre avkastning (Markowitz, 1991). Teorin har en stark koppling till uppsatsens andra forskningsfråga om hur svenska fondförvaltare ser på risk och avkastning kring hållbara investeringar. Enligt respondenterna kan hållbara investeringar vara riskfyllda på kort sikt men anses även innebära ett sätt att skydda sig mot risker på lång sikt. Hållbara investeringar förväntas samtidigt att generera högre avkastning på lång sikt. Detta stödjer påståendet i den moderna portföljteorin (Markowitz, 1991), då en stor anledning till att investeringarna görs hos dessa bolag som är riskfyllda på kort sikt är för att erhålla hög avkastning på lång sikt.

Teorin förklarar även att investerare bör använda diversifiering för att minska den bolagsspecifika risken (Markowitz, 1991). Vidare finns det en effektiv gräns som representerar optimalt effektiva portföljer med så hög avkastning som möjligt till en specifik nivå av risk (Fabozzi, Gupta och Markowitz, 2002). Diversifiering kan på så sätt användas av rationella investerare för att få en optimal portfölj med hög avkastning och låg risk (Mangram, 2013). Respondenterna har en liknande tro kring en omställning mot hållbara alternativ i framtiden och att det fortfarande finns en möjlighet att erhålla en diversifierad portfölj. En del av

respondenterna ser dock att det kan bli en begränsning som minskar möjligheten till en diversifierad portfölj beroende på vilken marknad och typ av bolag man är fokuserad på, vilken investeringshorisont man har och om man definierar begreppet hållbarhet väldigt hårt.

Respondent K förklarar att det kan finnas risker som är svåra att diversifiera bort hos renodlade hållbarhetsbolag då de oftast är nyare bolag med en skev riskprofil. Fondförvaltare kan därför enligt den moderna portföljteorin fortfarande skydda sig mot bolagsspecifika risker genom att använda sig av diversifiering (Markowitz, 1991), men att det upplevs finnas vissa svårigheter beroende på hur arbetet går till och hur utvecklingen kommer att se ut.

Diversifiering sägs endast kunna skydda investerare från den osystematiska risken, men inte den systematiska risken (Mangram, 2013). Osystematisk risk är kopplad till enskilda tillgångar (Mangram, 2013), medan systematisk risk är kopplad till marknaden som helhet (Fondbolagens förening, u.å.c). Något som betonas under intervjuerna är den långsiktiga investeringshorisonten och även att dagens hållbara bolag är tillväxtbolag eller omställningsbolag med hög risk i dagsläget. Samtidigt anses det finnas en hög risk i framtiden hos bolag som inte arbetar med hållbarhet samt hos rent förstörande bolag. Den övergripande omställningen på hela marknaden förväntas av respondenterna vara mot en mer hållbar utveckling. Det finns därav en risk som finns på hela marknaden, som en systematisk risk, men som man kan skydda sig mot genom att fokusera på hållbara investeringar. Det finns därav en stor osystematisk risk hos bolag som inte arbetar med hållbarhet eller vars produkter inte kan anses hållbara. Hos mer hållbara bolag finns det en osystematisk risk i att man inte vet hur de enskilda produkterna i bolagen kommer att utvecklas. Osystematisk risk kan dock diversifieras bort (Mangram, 2013), vilket det även finns en tro hos fondförvaltarna kring gällande att en omställning kommer täcka in många branscher och bolag.

Riskjusterad avkastning mäter avkastning i förhållande till den tagna risken där en hög riskjusterad avkastning innebär hög avkastning i förhållande till så låg risk som möjligt (Ahonen, 2020). På lång sikt ser respondenterna ett samband mellan lägre risk och högre avkastning hos hållbara bolag. Icke hållbara bolag förväntas av respondenterna att kunna generera en hög kortsiktig avkastning i vissa fall men innebär en hög risk och låg avkastning i framtiden. Det är med dessa resonemang som de hållbara investeringarna i framtiden kommer att ha högst riskjusterad avkastning. Detta lyfts fram av respondenterna och är grunden till att de arbetar med hållbara investeringar, då de vill skapa så hög avkastning som möjligt åt sina kunder. Hållbara investeringar blir på så sätt en strategi för fondförvaltare för att uppnå en

optimal portfölj, som det benämns i den moderna portföljteorin (Mangram, 2013). Detta ger en tydlig syn på svenska fondförvaltares syn på risk och avkastning när det gäller hållbara investeringar och hur detta då har en påverkan på deras arbetssätt.

5.3 Behavioral Finance

Behavioral Finance integrerar psykologiska aspekter och beteenden i finansiella beslutsfattanden (Kumar och Goyal, 2015). Det ger teorin en nära anknytning till de incitament som svenska fondförvaltare har till att investera hållbart. Respondenterna vill kunna stå bakom sina investeringar moraliskt, men det viktigaste är i slutändan att skapa hög avkastning för sina kunder. Incitamenten till att investera hållbart påverkas även i viss mån av respondenternas personliga åsikter och preferenser. I enlighet med Behavioral Finance kan på så sätt personliga åsikter och beteenden påverka investeringsbesluten (Kumar och Goyal, 2015), men med grunden i att skapa avkastning för kunder är fokus främst på att inte låta de personliga åsikterna bidra till sämre investeringsbeslut som är irrationella. Respondent J lyfter fram att man som professionell investerare i yrket behöver sätta sina egna åsikter åt sidan och att det viktigaste är att göra välarbetade analyser för att nå bäst riskjusterad avkastning samt för att respektera förtroendet av att förvalta andras kapital. Detta innebär en motsats kring Behavioral Finance mening om att mänskliga beteenden påverkar investeringsbesluten (Kumar och Goyal, 2015). Det är på så sätt rationella val som kan anses göras av fondförvaltarna.

Respondenternas syn på att hållbara investeringar innebär lägre långsiktig risk och högre långsiktig avkastning kan innebära en rationalitet i besluten som tas. Dessa investeringar görs samtidigt utefter en moralisk kompass och personlig vilja att förbättra samhälle. Detta kan innebära att fondförvaltarnas personliga åsikter och värderingar går hand i hand med det som kan anses vara rationellt. Respondenternas incitament baserat på rörliga ersättningsdelar samt personliga besparingar i fonden kan även tänkas påverka. Detta kan bidra till att mer rationella och välgrundade beslut tas då mer personliga aspekter står på spel. Å andra sidan kan det tänkas utgöra en större känslomässig betydelse för investerarna vilket kan bidra till irrationalitet, i enlighet med Behavioural Finance (Kumar och Goyal, 2015).

Respondenternas arbete med att välja in, välja bort och påverka kan skilja sig åt, vilket kan påverka om besluten de tar är rationella eller irrationella. Exkluderingen sker i stort sett av branscher där det finns en gemensam syn om att dessa skadar samhällen och där det inte syns finnas en framtid, vilket tyder på att fondförvaltarnas val är rationella. Men i andra fall nämns

det att fondförvaltarnas personliga moraliska kompass och åsikter påverkar vilka branscher som exkluderas, vilket kan tänkas ge utrymme för att irrationella val tas. Hur arbetet vidare går till och vad besluten baseras på varierar även mellan de olika fondförvaltarna. Vissa av respondenterna använder hållbarhet som en del av ett kvantitativt mått, vissa använder det rent kvalitativt med en egen personlig avvägning medan andra gör en blandning. I rent kvantitativa mått är det lättare att rationella beslut tas, speciellt om det kvantitativa måttet kommer från en oberoende extern leverantör. När den personliga avvägningen ligger till grund för investeringsbeslutet finns det större utrymme för att irrationella beslut tas utefter fondförvaltarnas egna åsikter och beteenden. Detta visar att teorin dessutom har en anknytning till uppsatsens övergripande fråga kring fondförvaltares arbete kring hållbara investeringar.

Det interna och externa trycket som upplevs av många av respondenterna kan tros bidra till att det lättare sker irrationella beslut om fondförvaltarna skulle uppleva stor press att göra på ett visst sätt, även om de inte tror att det är det mest optimala eller rationella. Huruvida det externa eller det interna trycket upplevs vara störst, eller om de upplevs vara lika stora, varierar mellan respondenterna men någon form av tryck upplever alla. Det interna trycket kan anses vara av mer rationell grund då det oftast kommer från fondbolagets ledning, vilka med största sannolikhet agerar utefter ett vinstperspektiv. Det externa trycket från kunder kan dock anses vara av mer irrationell sort, då det enligt intervjuerna även varierar med vad som är stort i samhället vid tidpunkten. Under intervjuerna betonar respondenterna att hållbara investeringar ibland ses som en trend där folk följer flocken. Detta förklaras i Behavioral Finance som ett bias kallat herding, som innebär att en irrationalitet uppstår bland investerare då de härmar och tar efter andras beteenden (Kumar och Goyal, 2015). Vidare nämner vissa respondenter att det ibland sker för lite undersökning om vad bolagen faktiskt gör. Respondent L nämner även att problemet inte ligger hos hållbara investeringar utan att det är det mänskliga flockbeteendet som orsakar detta problem. Detta kan tyda på en irrationalitet kring investerare där investeringsbesluten påverkas av psykologiska aspekter och beteenden (Kumar och Goyal, 2015). Herding kan dock inte synas utifrån fondförvaltarna, men att detta finns i samhället hos privata investerare. Även om fondförvaltarna är professionella kan Behavioral Finance ge en djupare bild till de investeringsbeslut som tas utöver vad den effektiva marknadshypotesen säger (Schiller, 2003).

6. Diskussion och Slutsats

I kapitlet diskuteras resultatet kopplat till tidigare studier och analysen. Vidare presenteras uppsatsens slutsatser samt förslag på framtida forskning kring hållbara investeringar.

6.1 Diskussion

En aspekt som flera respondenter belyser är att hållbarhet kan betyda flera olika saker och att möjligheten till att erhålla en diversifierad portfölj på så sätt även varierar beroende på hur man arbetar med hållbarhet och hur hårt man snävar in begreppet. Detta kan i sin tur ha en påverkan på möjligheten att uppnå en optimal portfölj i enlighet med den moderna portföljteorin (Mangram, 2013). Detta kan även tänkas påverkas av lagar och branschstandarder som kommer att utvecklas i framtiden samt hur utbudet av produkter kommer att se ut. Hållbarhet är på så sätt ett dynamiskt begrepp, vilket kan försvåra arbetet kring hållbarhet och öka risken för greenwashing. Man kan tänka sig att arbetet, oavsett en gemensam definition, ändå kommer att skilja sig åt mellan olika aktörer även i framtiden då alla har olika personlig uppfattning och moral men även olika möjligheter resursmässigt. Det finns å andra sidan en gemensam tro hos respondenterna att hållbarhet är nödvändigt för framtiden. Detta gör att det är enklare att veta i vilken riktning man ska titta åt, om man jämför med hur det var för tio år sedan. Hur utvecklingen blir och vad som blir ett krav och inte kan även påverka hur effektiva marknaderna är utifrån vad Fama (1970) skriver om den effektiva marknadshypotesen.

6.1.1 Hur arbetar svenska fondförvaltare med hållbara investeringar?

Respondenterna i studien betonar att de arbetar med att exkludera branscher ur sina fonder som till det bredare begreppet inte kan klassas som hållbara och som kännetecknas av höga ESG-risker. Många av respondenterna arbetar också utifrån strategin att inkludera. Inkludering sker genom att screena marknaden och allokera kapital till de branscher och företag som presterar allra bäst utifrån ESG-kriterier. Dessa strategier kopplas till det som i Folqué, Escrig-Olmedo och Corzo Santamaría (2021) artikel benämns som negativ, respektive positiv screening. Studien visar att fondförvaltare, väljer att kombinera både negativa och positiva screeningstrategier för att få en starkare effekt av sitt hållbarhetsarbete trots att det framkommer att fokus kan visa sig ligga mer eller mindre på någon av de två delarna. För att minska ESG-riskerna kopplade till investeringarna förklarar också majoriteten av respondenterna att de aktivt arbetar med att försöka påverka de bolag som dem har i sina fonder. Det finns en stark vilja att påverka och att driva utvecklingen mot mer hållbara investeringar trots att en viss problematik kring påverkan belyses av våra respondenter. De

främsta problemen är möjligheten till att påverka. De respondenterna som tillhör fondbolag av den mindre skalan har oftast en avsaknad i att kunna påverka då deras mandat är begränsat. Det viktigaste och det som är gemensamt för dessa är att viljan finns där men att det i praktiken inte är genomförbart. Folqué, Escrig-Olmedo och Corzo Santamaría (2021) tar också upp en strategi som kombinerar negativ och positiv screening tillsammans med ett engagemang vilket kan kopplas till respondenternas påverkningsstrategier. Resultatet visar att påverkningsstrategier är något positivt då det blir tydligt för bolagen att de misskött sig och varför förvaltarna vill att de ska ändra sig. Det underlättar med stark kommunikation dels för att undvika missförstånd och dels för att det samtidigt skapar incitament till förändring hos bolagen. Det är viktigt att förvaltarna faktiskt försöker påverka bolagen och att det inte bara är något som de säger att de ska göra för att det låter bra, eftersom det attraherar kunder och kapital. I studien blev det märkbart vilka av respondenterna som arbetade utifrån strategin som Folqué, Escrig-Olmedo och Corzo Santamaría (2021) kallar för impact investing. Den märkbara skillnaden var de som aktivt arbetade med SDG:s i sin investeringsprocess jämfört med de som inte gjorde det. Två av respondenterna utgick ifrån antingen valda SDG:s eller alla SDGs när samtliga investeringsbeslut togs för att säkerställa att deras investeringar skulle leda till en positiv utveckling och ett mer hållbart samhälle, i alla aspekter.

Det har påvisats skillnader i hur och när exklusion sker. Större fondbolag har visat sig i studien ha en större möjlighet att påverka bolag till förändring. Mindre fondbolag har inte samma mandat och där sker exkludering därför i ett tidigare skede när negativ information uppdagas. Detta kan kopplas till metoden som van Duuren, Plantinga och Scholtens (2016) beskriver som red flagging och exklusion. Positiv ESG-information skapar intresse och kommer således att tas i beaktning trots att det är de finansiella faktorerna som är avgörande för investeringsbeslutet för de allra flesta av respondenterna i studien. Resultatet som van Duuren, Plantinga och Scholtens (2016) kommer fram till är att red flagging och exkludering sker för att minska ESG-riskerna. Slutsatsen som förs är också att negativ ESG-information leder till avyttring medan positiv ESG-information leder till förvärv. Precis som artikeln av van Duuren, Plantinga och Scholtens (2016) så ligger fokuset hos respondenterna på att lokalisera och analysera de individuella bolagen.

Respondenterna påpekar också problematiken med att olika leverantörer av hållbarhetsdata kan ge olika betyg för samma bolag, att data inte alltid är pålitlig och att den ofta är gammal. Respondenterna gör till följd av detta alltid en egen analys, då de är mer insatta och oftast har

mer relevant information, samt för egna dialoger med bolaget. Abate, Basile och Ferrari (2021) belyser också en problematik som finns, där avsaknaden av ett gemensamt värderingsmått försvårar jämförbarheten mellan olika fondbetyg. När det kommer till utsläppsredovisning så har vår studie visat att det finns en liknande problematik. Dilemmat är att eftersom bolagen inte behöver redovisa scope 3 utsläpp, från GHG protocol, så belönas de av att produktion sker externt. Dessa indirekta utsläpp kan bolagen inte kontrollera eller påverka som de skulle kunnat ifall produktionen skett internt. Att bolag belönas med bättre betyg trots att deras indirekta utsläpp är betydligt större än det som redovisas och att verksamhetens avtryck inte avspeglas på ett jämförbart sätt är oroväckande. Detta har i studien visat sig vara ett dilemma som förvaltarna tvingas ta ställning till samt göra en avvägning kring.

Utefter resultatet kunde respondenterna urskiljas och delas in i två kategorier. De som förvaltar en hållbar fond och de som förvaltar en hållbarhetsfond. Utefter förvaltarnas motiv gällande hållbarhetsaspekterna kan slutsatser dras kring förvaltningen i helhet och fondens hållbarhetsstrategi. Uppsatsens klassificering av en hållbar fond är en fond där förvaltarna aktivt inkluderar hållbarhetsaspekterna i investeringsprocessen men där deras främsta drivkraft inte är hållbarhet. Uppsatsen klassificerar hållbarhetsfonder som fonder där förvaltarna har ett bevisat hållbarhetsfokus och att det är avgörande för de investeringar som görs. Resultaten har också visat att investeringsstrategin hos förvaltare av det som uppsatsen kallar för hållbarhetsfonder oftast har en tydlig koppling till FN:s SDG:s. Det har också visat sig att de förvaltare som förvaltar hållbarhetsfonder allt som oftast, men inte alltid, har sina fonder som artikel 9 fonder enligt SFDR.

6.1.2 Hur ser svenska fondbörvaltare på risk och avkastning kring hållbara investeringar?

ESG-risker visar sig vara en viktig faktor i studien och tycks få mer betydelse desto längre investeringshorisont förvaltarna har. Respondenterna påpekar att god avkastning på lång sikt kommer uppnås av företag som har attraktiva och nödvändiga produkter som kommer att efterfrågas under en lång tid framöver. Samtidigt förväntas dessa investeringar innebära minskade risker på lång sikt. Idén om att ESG-aktier har lägre risk kan kopplas till det som Przychodzen et al. (2016) menar är en stor anledning till varför investerare idag inkluderar icke-finansiella ESG-faktorer när de analyserar bolag.

Respondenterna belyser en våg som kom när bolagens, med tydlig ESG-profilering, värderingar sköt i höjden. Den höga efterfrågan ledde till att bolagen idag är värderade till väldigt höga multiplar. Problemet som också belyses är att många investerare drogs till dessa bolag utan att göra bakgrundsarbetet först. Det har lett till att likvärdiga bolag som inte uppmärksammades på samma sätt har en betydligt lägre värdering och har därmed möjligheten att också göra en betydligt bättre resa. Utifrån resultat kan man göra bedömningen att det skiljer sig i hur förvaltare ser på dessa höga värderingar. Slutsatsen blir att förvaltare som noggrant granskat företaget och ser långsiktigt potential hos dessa bolag inte kommer att avskräckas av de höga värderingarna. En nackdel märkts är att många förvaltare avstår från att investera på grund av en rädsla för uppblåsta värderingar, trots att bolagen besitter den hållbara profil som efterfrågas. Przychodzen et al. (2016) menar att beteendet uppstår därför att förvaltare har behovet av att efterlikna andra förvaltare för att upprätthålla en viss status, ett särskilt omdöme eller i tron om att inte gå miste om en chans till högre avkastning.

Studien har visat på att alla förvaltarna screenar sitt aktieuniversum innan de väljer vilka bolag de ska investera i, vilket betyder att förutsättningarna för att förbättra den riskjusterade avkastningen ökar. Huruvida det handlar om positiv screening, negativ screening eller både, har visat sig skilja mellan olika förvaltare och fondbolag. Verheyden, Eccles och Feiner (2016) beskriver också hur ESG-screening av investeringsuniversum kan förbättra den riskjusterade avkastningen utan att begränsa diversifieringsmöjligheterna. Detta betyder att ESG-screening får en positiv påverkan på hur portföljen avkastar utan att ha negativ effekt på riskprofilen. Vad som anses vara en diversifierad portfölj, som enligt den moderna portföljteorin kan användas för att skydda sig mot osystematiska risker (Mangram, 2013), kan därför också variera beroende på hur marknaden utvecklas. Om icke-hållbara investeringar inte kan anses ha en framtid, borde dessa på lång sikt bidra med högre osystematisk risk till en fond. Dessa kan därav på lång sikt inte tänkas vara en komponent av en diversifierad och optimal portfölj. Det kan innebära att det i slutändan finns väldigt få anledningar till att någonsin investera i dessa bolag, speciellt eftersom Markowitz (1991) beskriver att investerare enligt den moderna portföljteorin anses vara riskaverta.

6.1.3 Vilka incitament finns idag för svenska fondförvaltare till att investera hållbart?

Przychodzen et al. (2016) undersöker fondförvaltares beteenden kring hållbara investeringar och drivkrafter vad gäller ESG när det kommer till objektiva och subjektiva faktorer. Denna studie har visat att både objektiva och subjektiva faktorer har en påverkan men att det oftast är

den ena som har ett övertag. Det råder delade meningar hos respondenterna kring frågan om förvaltarens egna preferenser, och därmed subjektiva faktorer, har betydelse för hur de arbetar med hållbara investeringar. Svaren pekar på att vissa tycker att det är viktigt att skilja mellan privata åsikter och professionella åtaganden för att kunna göra ett så bra arbete som möjligt. Andra understryker att personliga preferenser alltid kommer att avspegla och påverka de beslut som tas och att det därför är viktigt att fondbolagens och den personliga ståndpunkten överensstämmer. Objektiva faktorer tycks vara större hos de större fondbolagen där förvaltarna kompenseras beroende av fondens hållbarhetsbetyg. Detta anses från uppsatsen som ett stort incitament till varför förvaltare väljer att aktivt arbeta med hållbara investering och anses av författarna positivt då det främjar ett viktigt arbete som behöver utvecklas även mer i framtiden. Sverige har enligt respondenterna kommit långt jämfört med många andra länder vad gäller ESG men det finns också en lång väg kvar att vandra. Genom olika kompensationsprogram där förvaltare belönas för det hållbarhetsarbete de gör, kommer branschen att komma ett steg längre. Uppsatsens resultat skiljer sig därför en aning mot det som Przychodzen et al. (2016) kom fram till. Det är svårt från denna uppsats att säga om det är subjektiva eller objektiva faktorer som har störst effekt och istället anses det vara kombinationen som är viktig för ett långsiktigt fungerande hållbarhetsarbete.

Denna studie har visat att motiven till varför respondenterna investerar hållbart är en gemensam tro på god framtida avkastning samt reducering av risk, samt att det av dem anses viktigt utifrån ett etiskt och miljömässigt perspektiv. Några av respondenterna berättar också att de utvärderas utefter hur väl de presterar i jämförelse med index, vilket skapar incitament till att, precis som enligt Jansson och Biel (2011), öka den riskjusterade avkastningen. Den slutsats som kan dras utifrån denna studie är att när det finns en tro om att förvaltare genom att ta hänsyn till ESG-faktorer kan minska risken och öka avkastningen, så ökar det incitamenten till att investera hållbart och inkludera ESG i investeringsprocessen. Detta är något som uppsatsen visar att förvaltare också tror på, vilket också stämmer överens med det som Verheyden, Eccles och Feiner (2016) kommit fram till. Detta innebär även att det som Kumar och Goyal (2015) förklarar angående Behavioral Finance får en mindre grund utefter fondförvaltarnas incitament, då utvecklingen har gjort att det subjektiva och objektiva går ihop. Respondenternas personliga åsikter som kan bidra till irrationella beslut blir samtidigt vad som kan anses vara det rationella investeringsbeslutet.

En fråga man kan ställa sig är om investeringshorisonten hade påverkat det resultat uppsatsen fått fram. På kort sikt anses det av författarna ge mer möjlighet för att irrationella beslut tas då kortsiktiga svängningar i aktiekursen kan ha stor påverkan på avkastningen man är intresserad av. Det skulle kunna betyda att Behavioral Finance får en större roll då känslorna och beteenden påverkar de beslut som tas i en större grad (Kumar och Goyal, 2015). Å andra sidan är fondförvaltare fortfarande i sin arbetsroll och hade med sin erfarenhet ändå kunnat ta rationella och välgrundade beslut. På kort sikt kan det även vara andra riskavvägningar som behöver tas i förhållande till andra möjligheter, vilket även hade kunnat ändra fondförvaltarnas arbetssätt kring hållbara investeringar. På kortare sikt kan det även tänkas vara svårare att påverka samhället och göra en skillnad mot något bättre. Det hade därför kunnat innebära att incitamenten endast är kring avkastning och mindre för att göra gott. Det kan även göra att man följer sin moraliska kompass mindre, då det inte är några beslut man måste stå bakom under en lång period.

6.2 Slutsats

Svenska fondförvaltares arbete med hållbara investeringar utgår främst från en kombination av att inkludera, exkludera och påverka bolag. Möjligheten att påverka varierar dock beroende på hur stort fondbolaget är och hur mycket kapital de har under förvaltning, men även beroende på hur stor aktieägare fonden är. Detta har också en effekt på vilken information fondförvaltare får tillgång till, utöver den informationen som kan anses vara publik och som kan användas för att nå hög avkastning. Detta kan enligt den effektiva marknadshypotesen, av Fama (1970), innebära att det inte finns en stark form av effektivitet på marknaden. Kombinationen av olika hållbarhetsstrategier är enligt Folqué, Escrig-Olmedo och Corzo Santamaría (2021) positivt vilket även kan fastställas från uppsatsen. Hur arbetet fortgår varierar där vissa av de intervjuade fondförvaltarna har ett mer kvantitativt arbetssätt och tänk medans andra arbetar mer kvalitativt. Gemensamt är att ett fokus ligger på individuella bolag, vilket överensstämmer med en studie från van Duuren, Plantinga och Scholtens (2016). Hur arbetssättet går till och hur olika beslut tas kan även göra att vissa val lättare sker irrationellt, i enlighet med Behavioral Finance (Kumar och Goyal, 2015). Svenska fondförvaltares arbetssätt kan utefter intervjuerna delas upp i två utstående grupper utefter om man förvaltar en hållbar fond eller om man förvaltar en hållbarhetsfond. Där den förstnämnda gruppen arbetar med hållbarhet, medan den andra gruppen arbetar med hållbarhet som en avgörande faktor i investeringsprocessen.

På lång sikt anses hållbara investeringar innebära både mindre risk samt högre avkastning, samt vara en strategi för att skydda sig mot risker. Diversifiering anses inte begränsas av att

bolag är hållbarhetsinriktade, vilket enligt modern portföljteori innebär att fondförvaltarna kan uppnå en optimal portfölj med så hög avkastning som möjligt till så låg risk som möjligt (Fabozzi, Gupta och Markowitz, 2002). Beroende på hur hållbarhet definieras och arbetas med kan det dock finnas en begränsning. En stor risk hos ESG-bolag är att dessa blir övervärderade på grund av den höga efterfrågan och den stora trenden kring dessa. Detta avskräcker vissa svenska fondförvaltare, medans andra ändå ser långsiktiga möjligheter. Denna trend tyder på vad som enligt Behavioral Finance kallas för herding (Kumar och Goyal, 2015), men är främst framstående hos privata investerare och inte hos fondförvaltarna. Även övervärderingen kan tyda på att det inte finns en semi-stark effektivitet på marknaden.

Incitamenten hos svenska fondförvaltare till att arbeta med hållbara investeringar är främst för att skapa hög avkastning för sina kunder, men även för att investeringarna ska göra gott i samhället och kännas bra. Det är både subjektiva och objektiva faktorer som påverkar investeringarna, vilket är en skillnad till studien av Przychodzen et al. (2016). Att personliga preferenser och åsikter påverkar stämmer överens med Behavioral Finance (Kumar och Goyal, 2015) och innebär även att det ger utrymme för att irrationella beslut tas. Fondförvaltare är dock professionella som investerar utefter en arbetsroll, vilket minskar risken för irrationella beslut. Objektiva faktorer som incitament är större hos större fondbolag och på de mindre styrs incitamenten mer av subjektiva faktorer. Fondförvaltarnas incitament och personliga åsikter ses dock gå hand i hand med de val som kan anses vara rationella. Detta är på grund av den starka tron på en hög riskjusterad avkastning på lång sikt hos hållbara investeringar och den omställning som förväntas att ske i samhället. En slutsats som kan dras från uppsatsen är att hållbarhet är integrerat i svenska fondförvaltares investeringsprocess och är något som ses som en nödvändighet att ta hänsyn till ur ett risk-och avkastningsperspektiv på lång sikt. Denna nödvändighet går dessutom i många fall hand i hand med svenska fondförvaltares personliga åsikter och värderingar.

6.3 Framtida forskning

Framtida forskning som kan vara av intresse är att undersöka privata investerares tankesätt och incitament kring hållbara investeringar. Privata investerare har utefter studien visat sig ha en makt genom det externa tryck en del fondförvaltare upplever. Deras preferenser blir därav en viktig del för den fortsatta utvecklingen av hållbara investeringar.

Med tanke på svenska fondförvaltares arbete utefter hållbarhetsratings från diverse ratinginstitut, vilket även privata investerare använder sig av, kan det även vara av intresse att undersöka ratinginstituts bakomliggande arbete för att ta fram dessa hållbarhetsratings.

Referenser

Abate, G., Basile, I. & Ferrari, P., 2021. The level of sustainability and mutual fund performance in Europe: An empirical analysis using ESG ratings. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 28(5), pp. 1446-1455.

URL: <https://doi-org.ezproxy.ub.gu.se/10.1002/csr.2175>

[Hämtad 2022-04-02]

Ahonen, N., 2020. Hur mäter man riskjusterad avkastning när man investerar?

Investeringsbloggen. [Blogg]

URL: <https://tessin.com/sv/blogg/hur-mater-man-riskjusterad-avkastning-nar-man-investerar/>

[Hämtad 2022-04-12]

Alvehus, J., 2019. *Skriva uppsats med kvalitativ metod*. 2:a upplagan. Stockholm: Liber AB.

Arounsavath, F., 2017. *Turning the tide*. Swedwatch.

URL: https://cdn.naturskyddsforeningen.se/uploads/2021/05/11103933/turning_the_tide_0.pdf

[Hämtad 2022-04-01]

Bauer, R., Ruof, T. & Smeets, P., 2021. Get Real! Individuals Prefer More Sustainable Investments. *The Review of Financial Studies*, 34(8), pp. 3976-4043.

URL: <https://doi.org/10.1093/rfs/hhab037>

[Hämtad 2022-04-01]

Chan, P. T. & Walter, T., 2014. Investment performance of “environmentally-friendly” firms and their initial public offers and seasoned equity offers. *Journal of Banking & Finance*, 44, pp. 177-188.

URL: <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.04.006>

[Hämtad 2022-04-02]

Chugh, L. C. & Meador, J. W., 1984. The stock valuation process: The analysts view. *Financial Analysts Journal*, 40(6), p. 4148.

Cleave, P., 2021. How to Reduce Social Desirability Bias. *SmartSurvey*. [Blogg]. 28 maj.

URL: <https://www.smartsurvey.co.uk/blog/how-to-reduce-social-desirability-bias>

[Hämtad 2022-05-27]

Cornell, B., 2020. ESG preferences, risk and return. *European Financial Management*, 27(1), pp. 12-19.

URL: <https://doi-org.ezproxy.ub.gu.se/10.1111/eufm.12295>

[Hämtad 2022-05-03]

Enequi, u.å. *Vad är ESG?*

URL: <https://www.enequi.com/sv/knowledge/vad-ar-esg/>

[Hämtad 2022-03-17]

Eurosif, 2016. *European SRI Study 2016*.

URL: <https://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2022/03/Eurosif-SRI-study-2016.pdf>

[Hämtad 2022-03-02]

Eurosif, 2021 (a). *Our Mission*.

URL: <https://www.eurosif.org/about-us/our-mission/>

[Hämtad 2022-04-01]

Eurosif, 2021 (b). *Our Network*.

URL: <https://www.eurosif.org/about-us/our-network/>

[Hämtad 2022-04-01]

Eurosif, 2021 (c). *Responsible Investment Strategies*.

URL: <https://www.eurosif.org/responsible-investment-strategies/>

[Hämtad 2022-04-1]

Fabozzi, F. J., Gupta, F. & Markowitz, H. M., 2002. The Legacy of Modern Portfolio Theory. *The Journal of Investing*, pp. 7-22.

URL: <http://www.simonemariotti.com/downloads/Papers>

[Hämtad 2022-04-07]

Fair Finance Guide, 2018. *Svenska sparpengar i skandalföretag ökar*.

URL: <https://fairfinanceguide.se/senaste-nytt/2018/svenska-sparpengar-i-skandalforetag/>

[Hämtad 2022-03-15]

Fair Finance Guide, 2020. *Svenska sparpengar kopplas till kriget i Jemen.*

URL: <https://fairfinanceguide.se/senaste-nytt/2020/vapenexport/>

[Hämtad 2022-03-15]

Fair Finance Guide, 2022. *Svenska sparpengar stöder Putins krigsmaskin.*

URL: <https://fairfinanceguide.se/senaste-nytt/2022/svenska-sparpengar-stoeder-putins-krigsmaskin/>

[Hämtad 2022-03-15]

Fama, E., 1970. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, 25(2), pp. 383-417.

URL: <https://doi-org.ezproxy.ub.gu.se/10.2307/2325486>

[Hämtad 2022-03-29]

Felix, J., 2021. År 2020 överskuggades klimatkatastrofer av pandemin.

URL: <https://www.greenpeace.org/sweden/bakgrund/45772/ar-2020-overskuggades-klimatkatastrofer-av-pandemin/>

[Hämtad 2022-03-15]

Finansinspektionen, 2021. *Hållbarhetsrapport 2021 - Klimatet i fokus.*

URL:

<https://www.fi.se/contentassets/53fc92b51bd144989d7a53c538eb2c25/hallbarhetsrapport-2021-klimatet-fokus.pdf>

[Hämtad 2022-03-01]

Folqué, M., Escrig-Olmedo, E. & Corzo Santamaría, T., 2021. Sustainable development and financial system: Integrating ESG risks through sustainable investment strategies in a climate change context. *Sustainable Development*, 29(5), pp. 876-890.

URL: <https://doi-org.ezproxy.ub.gu.se/10.1002/sd.2181>

[Hämtad 2022-04-07]

Fondbolagens förening, u.å. (a). *En samlad röst för fondbranschen.*

URL: <https://www.fondbolagen.se/om-oss/>

[Hämtad 2022-03-18]

Fondbolagens förening, u.å. (b). *Hållbara investeringar*.

URL: https://www.fondbolagen.se/fakta_index/ordlista/h/hallbara-investeringar/

[Hämtad 2022-03-18]

Fondbolagens förening, u.å. (c). *Marknadsrisk*.

URL: https://www.fondbolagen.se/fakta_index/ordlista/m/marknadsrisk/

[Hämtad 2022-03-30]

Fondbolagens förening, u.å. (d). *Riktlinjer för fondbolagens marknadsföring och information*.

URL: <https://www.fondbolagen.se/regelverk/Foreningens-riktlinjer-och-kod/riktlinjer-for-fondbolagens-marknadsforing-och-information/>

[Hämtad 2022-03-18]

Fondbolagens förening, u.å. (e). *Så blev Sverige världsbäst på fondsparande*.

URL: https://www.fondbolagen.se/fakta_index/sa-blev-sverige-varldsledande-pa-fondsparande/

[Hämtad 2022-05-10]

Fondbolagens förening, u.å. (f). *Vad innebär det att spara hållbart?*

URL: https://www.fondbolagen.se/fakta_index/hallbara-fonder/

[Hämtad 2022-03-18]

Gangi, F. & Varrone, N., 2018. Screening activities by socially responsible funds: A matter of agency?. *Journal of Cleaner Production*, 197(1), pp. 842-855.

URL: <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2018.06.228>

[Hämtad 2022-04-10]

GIIN, u.å. *Core Characteristics of Impact Investing*.

URL: https://thegiin.org/assets/Core%20Characteristics_webfile.pdf

[Hämtad 2022-04-13]

Globala Målen, u.å. *Om Globala Målen*.

URL: <https://www.globalamalen.se/om-globala-malen/>

[Hämtad 2022-04-15]

GSIA, 2022. *About Us*.

URL: <http://www.gsi-alliance.org/aboutus/>

[Hämtad 2022-04-01]

Guyatt, D. J., 2006. *Identifying and Overcoming Behavioural Impediments to Long Term Responsible Investment: A Focus on UK Institutional Investors*.

URL: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1911821>

[Hämtad 2022-04-03]

Hallin, A. & Helin, J., 2018. *Intervjuer*. 1:a upplagan. Lund: Studentlitteratur AB.

ISS, u.å. *About ISS*.

URL: <https://www.issgovernance.com/about/about-iss/#1574276741161-7ca718d3-32ae>

[Hämtad 2022-05-13].

Jansson, M. & Biel, A., 2011. Motives to engage in sustainable investment: a comparison between institutional and private investors. *Sustainable Development*, 19(2), pp. 135-142.

URL: <https://doi-org.ezproxy.ub.gu.se/10.1002/sd.512>

[Hämtad 2022-04-01]

Justesen, L. & Mik-Meyer, N., 2011. *Kvalitativa Metoder: Från vetenskapsteori till praktik*. 1:2 upplagan. Lund: Studentlitteratur AB.

Kempf, A. & Osthoff, P., 2007. The Effect of Socially Responsible Investing on Portfolio Performance. *European Investment Management*, 13(5), pp. 908-922.

URL: <https://doi.org/10.1111/j.1468-036X.2007.00402.x>

[Hämtad 2022-04-04]

Kumar, A. N., Smith, C., Badis, L., Wang, N., Ambrosy, P. & Tavares, R., 2016. ESG factors and risk-adjusted performance: a new quantitative model. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 6(4), pp. 292-300.

URL: <https://doi-org.ezproxy.ub.gu.se/10.1080/20430795.2016.1234909>

[Hämtad 2022-04-01]

Kumar, S. & Goyal, N., 2015. Behavioural biases in investment decision making – a systematic literature review. *Qualitative Research in Financial*, 7(1), pp. 88-108.

URL: <https://doi.org/10.1108/QRFM-07-2014-0022>

[Hämtad 2022-04-01]

Lindmark, J., 2019. *Ny logik hos Morningstars hållbarhetsbetyg.*

URL: <https://www.morningstar.se/se/news/197996/ny-logik-hos-morningstars-haring%3bllbarhetsbetyg.aspx>

[Hämtad 2022-04-01].

Lindmark, J., 2020. *Fakta om Morningstars fondbetyg.*

URL: <https://www.morningstar.se/se/news/200293/fakta-om-morningstars-fondbetyg.aspx>

[Hämtas 2022-04-01].

Lööf, H. & Stephan, A., 2019. *The Impact of ESG on Stocks' Downside Risk and Risk Adjusted Return.* [Working Paper]

URL: <https://www.tillvaxtanalys.se/download/18.62dd45451715a00666f21e05/1586366221>

[Hämtad 2022-04-12]

Mangram, M. E., 2013. A Simplified Perspective of the Markowitz Portfolio Theory. *Global Journal of Business Research*, 7(1), pp. 59-70.

URL: <https://ssrn.com/abstract=2147880>

[Hämtad 2022-04-05]

Markowitz, H., 1991. Foundations of Portfolio Theory. *The Journal of Finance*, 46(2), pp. 469-477.

URL: <https://doi-org.ezproxy.ub.gu.se/10.2307/2328831>

[Hämtad 2022-04-05]

Morningstar, u.å. *About Us*.

URL: https://www.morningstar.com/company/about-us?utm_source=morningstar.se&utm_medium=referral&utm_content=company%2Fa

[Hämtad 2022-05-09]

Naturskyddsföreningen, 2021. *Ändrat klimat driver människor på flykt*.

URL: <https://www.naturskyddsforeningen.se/artiklar/andrat-klimat-driver-manniskor-pa-flykt/>

[Hämtad 2022-03-15]

Naturvårdsverket, u.å. *Vad är Parisavtalet?*

URL: <https://www.naturvardsverket.se/amnesomraden/klimatomställningen/det-globala-klimatarbetet/parisavtalet/vad-ar-parisavtalet/>

[Hämtad 2022-04-13]

Patel, R. & Davidsson, B., 2019. *Forskningsmetodikens grunder- att planera, genomför och rapportera en undersökning*. 5:e upplagan. Studentlitteratur AB.

Pensionsmyndigheten, 2021. *Hållbara fonder*.

URL: <https://www.pensionsmyndigheten.se/hallbara-fonder>

[Hämtad 2022-03-18]

PRI, u.å. *About the PRI*.

URL: <https://www.unpri.org/about-us/about-the-pri>

[Hämtad 2022-03-18]

Przychodzen, J., Gómez-Bezares, F., Przychodzen, W. & Larreina, M., 2016. ESG Issues among Fund Managers - Factors and Motives. *Sustainability*, 8(10), pp. 1078-1097.

URL: <https://doi.org/10.3390/su8101078>

[Hämtad 2022-03-15]

Regeringskansliet, u.å. (a) *En taxonomi för hållbara investeringar*.

URL: <https://www.regeringen.se/regeringens-politik/en-taxonomi-for-hallbara-investeringar/>

[Hämtad 2022-04-15]

Regeringskansliet, u.å. (b) *Parisavtalet*.

URL: <https://www.regeringen.se/regeringens-politik/parisavtalet/>

[Hämtad 2022-04-15]

Sherwood, M. W. & Pollard, J. L., 2018. The risk-adjusted return potential of integrating ESG strategies into emerging market equities. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 8(1), pp. 26-44.

URL: <https://doi-org.ezproxy.ub.gu.se/10.1080/20430795.2017.1331118>

[Hämtad 2022-05-02]

Shiller, R. J., 2003. From Efficient Markets Theory to Behavioral Finance. *Journal of Economic Perspectives*, 17(1), pp. 83-104.

URL: <https://pubs.aeaweb.org/doi/pdfplus/10.1257/089533003321164967>

[Hämtad 2022-03-25]

Sustainalytics, u.å. *Who we are*.

URL: <https://www.sustainalytics.com/about-us>

[Hämtad 2022-05-09]

Swesif, 2020 (a). *Hållbarhetsprofilen*.

URL: <https://swesif.org/hallbarhetsprofilen/>

[Hämtad 2022-04-02]

Swesif, 2020 (b). *Om Swesif*.

URL: <https://swesif.org/om-swesif/>

[Hämtad 2022-04-02]

Trinks, P. J. & Scholtens, B., 2017. The Opportunity Cost of Negative Screening in Socially Responsible Investing. *Journal of Business Ethics*, Volym 140, pp. 193-208.

URL: <https://doi.org/10.1007/s10551-015-2684-3>

[Hämtad 2022-03-25]

van Duuren, E., Plantinga, A. & Scholtens, B., 2016. ESG Integration and the Investment Management Process: Fundamental Investing Reinvented. *Journal of Business Ethics*, 138(3), pp. 525-533.

URL: <https://doi.org/10.1007/s10551-015-2610-8>

[Hämtad 2022-04-14]

Verheyden, T., Eccles, R. G. & Feiner, A., 2016. ESG for All? The Impact of ESG Screening on Return, Risk, and Diversification. *Journal of Applied Corporate Finance*, 28(2), pp. 47-55.

URL: <https://onlinelibrary-wiley-com.ezproxy.ub.gu.se/doi/pdf/10.1111/jacf.12174>

[Hämtad 2022-03-27]

Vetenskapsrådet, 2021. *Etik i forskningen*.

URL: <https://www.vr.se/uppdrag/etik/etik-i-forskningen.html>

[Hämtad 2022-04-14]

WRI & WBCSD, 2004. *The Greenhouse Gas Protocol: A Corporate Accounting and Reporting Standard*.

URL: <https://ghgprotocol.org/sites/default/files/standards/ghg-protocol-revised.pdf>

[Hämtad 2022-05-01]

Zhang, J., De Spiegeleer, J. & Schoutens, W., 2021. Implied Tail Risk and ESG Ratings. *Mathematics*, 9(14), pp. 1611-1627.

URL: <https://doi.org/10.3390/math9141611>

[Hämtad 2022-04-10]

Bilagor

Bilaga 1: Respondenter

Tabell 1: Sammanställning av respondenter

Respondent	Storlek på fondbolag	Intervjudatum	Intervjuns längd
A	Stor	2022-04-19	40 min
B	Liten	2022-04-19	45 min
C	Medelstor	2022-04-21	40 min
D	Medelstor	2022-04-22	35 min
E	Medelstor	2022-04-22	35 min
F	Liten	2022-04-25	30 min
G	Liten	2022-04-28	45 min
H	Stor	2022-05-02	40 min
I	Stor	2022-05-03	40 min
J	Medelstor	2022-05-05	35 min
K	Stor	2022-05-10	30 min
L	Liten	2022-05-12	55 min

Bilaga 2: Intervjuguide

Arbetet:

1. Hur arbetar ni med hållbara investeringar?
2. Fokuserar ni mer eller mindre på någon av de tre delarna av ESG; Environmental, Social och Governance?
3. Vilka hållbarhetsratings arbetar ni med?

Besluten:

4. På vilket sätt integrerar ni hållbarhetsfrågor i investeringsprocessen.
5. Hur ser du på kopplingen mellan hållbarhet, risk och avkastning?
6. Hur gör ni avvägningen mellan hållbara och traditionella investeringar? Vad påverkar era val?

Incitamenten:

7. Vilka incitament har ni till att investera hållbart?
8. Ser ni några nackdelar eller svagheter med hållbara investeringar?
9. Finns det ett internt tryck för att investera hållbart?
10. Finns det ett externt tryck för att investera hållbart?