



VAASAN AMMATTIKORKEAKOULU
UNIVERSITY OF APPLIED SCIENCES

Atte Leino

ESG-RAHASTOT SIJOITUSKOHTEENA

Rahastojen ESG-strategioiden ja vastuullisuuden toteutuminen käytännössä

Liiketalous
2020

TIIVISTELMÄ

Tekijä	Atte Leino
Opinnäytetyön nimi	ESG-rahastot sijoituskohteena
Vuosi	2020
Kieli	suomi
Sivumäärä	68
Ohjaaja	Jukka Paldanius

Ilmastonmuutos ja luonnonvarojen ylikäyttö ovat ajaneet maapallon kohti sellaista tilaa, jolla on arvaamattomia seurauksia, mikäli toimintamallia ei muuteta kestävämmäksi. Maailman muuttaminen kestävämmäksi vaatii suuret määrät investointeja hiilettömiin vaihtoehtoihin, esimerkiksi uusiutuvaan energiaan ja energiatehokkuuteen. Vastuullisen sijoittamisen avulla sijoittajat voivat käyttää vaikutusvaltaansa yhteiskunnallisten haasteiden ratkaisemisessa sekä ilmastonmuutoksen hillitsemisessä. Tämän tutkimuksen tavoitteena on selvittää, miten sijoittaja pystyy varmistamaan sijoituskohteidensa vastuullisuuden. Tutkimuksessa tarkastellaan rahastojen ESG-strategioiden sekä vastuullisuuden toteutumista. Lisäksi tutkimuksessa käsitellään eri työkaluja vastuullisuuden määrittämiseen sekä keskeisimpiä haasteita vastuullisessa sijoittamisessa.

Tämän opinnäytetyön ensimmäisessä teoriakappaleessa paneudutaan vastuulliseen sijoittamiseen käsitteenä ja siihen liittyviin ohjeistuksiin ja lähestymistapoihin. Toisessa teoriakappaleessa käsitellään vastuullisuusanalyysia käsitteenä ja siihen käytettäviä työkaluja. Tutkimus on toteutettu vertailevana laadullisena tutkimuksena, jossa tutkimusaineisto on kerätty pankkien ja rahastoyhtiöiden sivuilta sekä vastuullisuusanalyysiin erikoistuvien palveluntarjoajien internetsivuilta.

Tutkimustuloksissa havaitaan, että tutkimuksen kohteina olleiden rahastojen vastuullisuuden taso oli pääasiallisesti keskiarvoisella tasolla, kun verrataan eri palveluntarjoajien vastuullisuusluokituksia sekä muita vastuullisuuden mittareita toisiinsa. Rahastojen vastuullisuuden toteutumista on kuitenkin vaikea mitata tämän hetkisillä standardeilla ja työkaluilla. Yhtenäisten määritelmien ja standardien puute johtaa siihen, että rahastoihin valikoituu yhtiöitä, joiden vastuullisuuden arvot eroavat eri sijoittajien kesken.

Avainsanat	Vastuullinen sijoittaminen, ESG, ESG-strategiat, vastuullisuus, sijoitusrahastot
------------	--

ABSTRACT

Author	Atte Leino
Title	ESG funds as an investment target
Year	2020
Language	Finnish
Pages	68
Name of Supervisor	Jukka Paldanius

Climate change and the overexploitation of natural resources have pushed the planet towards a state with unpredictable consequences if the business model is not changed to a more sustainable one. Making the world more sustainable requires large investments in carbon-free alternatives, such as renewable energy and energy efficiency. Through responsible investment, investors can use their influence to address societal challenges and mitigate climate change. The objective of this study was to find out how an investors can ensure the responsibility of their investment targets. The study examined the implementation of the fund ESG strategies and responsibility. In addition, the study addressed various tools for determining responsibilities and the key challenges in responsible investing.

The first theoretical chapter of this thesis focused on responsible investing as a concept as well as to related guidelines and approaches. The second chapter of the theory discussed responsibility analysis as a concept and the tools used for it. The study was been carried out as a comparative qualitative study, where the research material was collected from the websites of banks and fund management companies as well as from the websites of service providers specializing in responsibility analysis.

The research results showed that the level of responsibility of the funds under study was mainly at an average level when comparing the responsibility ratings of different service providers and other indicators of responsibility to each other. However, the realization of the responsibility of funds is difficult to measure with the current standards and tools. The lack of uniform definitions and standards leads to the selection of companies for funds whose responsibility assessments differ from one investor to another.

Keywords	Responsible investing, ESG, ESG strategies, responsibility, investment fund
----------	---

SISÄLLYS

TIIVISTELMÄ

ABSTRACT

1	JOHDANTO.....	7
	1.1 Tutkimuksen taustaa	7
	1.2 Tutkimuksen tavoite ja tutkimusongelman määrittäminen	8
	1.3 Tutkimusmenetelmä ja – aineisto	8
	1.4 Tutkimuksen rakenne.....	9
	1.5 Aikaisemmat tutkimukset	10
2	VASTUULLINEN SIJOITTAMINEN	12
	2.1 Vastuullisen sijoittamisen kehitys.....	13
	2.2 YK Vastuullisen sijoittamisen periaatteet.....	14
	2.3 ESG	16
	2.4 ESG-strategiat	17
	2.4.1 ESG-Integrointi	19
	2.4.2 Poissulkeminen	19
	2.4.3 Suosiminen.....	19
	2.4.4 Normipohjainen seulonta	20
	2.4.5 Aktiivinen omistajuus ja vaikuttaminen.....	20
	2.4.6 Temaattinen sijoittaminen.....	20
	2.4.7 Vaikuttavuussijoittaminen.....	21
3	VASTUULLISUUSANALYYSI.....	22
	3.1 Vastuullisuusluokitukset.....	23
	3.1.1 Morningstar vastuullisuusluokitus	24
	3.1.2 Sustainalytics ESG riskiluokitus	26
	3.1.3 MCSI-vastuullisuusmittaristo	28
	3.2 Yritysten vastuullisuusraportit	31
4	TUTKIMUKSEN EMPIIRINEN OSUUS	33
	4.1 Tutkimusmenetelmä.....	33
	4.2 Tutkimuksen toteutus ja aineistonkeruu	34

4.3	Sisällönanalyysi tutkimusmetodina	35
4.4	Rahastosijoittaminen ja tutkimuskohteiden valinta	36
4.4.1	Tutkittavien rahastojen ESG-strategiat	37
4.5	Tutkittavien rahastojen vastuullisuus.....	42
4.5.1	Nordean rahastot	44
4.5.2	Fondita rahasto	46
4.5.3	Handelsbanken rahasto.....	47
4.5.4	OP rahastot	49
4.5.5	Seligson rahasto	50
5	JOHTOPÄÄTÖKSET	52
5.1	Keskeiset tulokset	52
5.2	Pohdinta ja analysointi	55
5.3	Oman tutkimusprosessin arviointi	58
5.4	Tutkimuksen luotettavuus ja jatkotutkimusehdotukset.....	59
	LÄHTEET.....	61

KUVIO- JA TAULUKKOLUETTELO

Kuvio 1. YK:n vastuullisen sijoittamisen periaatteiden allekirjoittaneiden määrä ja sijoitusvarallisuus (PRI 2019a).	16
Kuvio 2. Suosituimmat ESG-strategiat ja niiden maantieteellinen jakautuminen (GSIA 2018).	18
Kuvio 3. Sustainanalytics ESG-riskiluokituksen laskemisen ja tutkimuksen eri vaiheita (Sustainanalytics 2020a).	27
Kuvio 4. Sustainanalytics ESG-riskiluokituksen pisteytys (Sustainanalytics 2020a).	28
Kuvio 5. Avaintekijöiden painoarvojen laskentaperiaate (MSCI 2019b, 5).	29
Kuvio 6. MSCI:n lopulliset toimialakohtaiset kirjainluokitukset ja pisteytys. (MSCI 2019b, 11.)	31
Taulukko 1. Morningstar vastuullisuusluokitus (Hale, 2016).	26
Taulukko 2. Opinnäytetyössä tutkittavat rahastot.	37
Taulukko 3. Rahastojen vastuullisuus.	43
Taulukko 4. Rahastojen ESG-strategiat.	52

1 JOHDANTO

1.1 Tutkimuksen taustaa

Vastuullinen sijoittaminen on kasvanut merkittävästi viimeisen kahdenkymmenen vuoden aikana tuoden mukanaan ympäristölliset, sosiaaliset ja hallinnolliset kysymykset (ESG) osaksi sijoituspäätöksen tekoa. Ihmisen aiheuttamat ympäristöongelmat, kuten ilmastonmuutos tarvitsevat, toimia rahoitusmarkkinoilla. Maailman muuttaminen kestävämmäksi vaatii suuret määrät investointeja hiilettömiin vaihtoehtoihin, esimerkiksi uusiutuvaan energiaan ja energiatehokkuuteen. (WWF).

Ilmastonmuutos ja luonnonvarojen ylikäyttö ovat ajaneet maapallon kohti sellaista tilaa, jolla on arvaamattomia seurauksia, mikäli toimintamallia ei muuteta kestävämmäksi. New Yorkissa vuonna 2015 hyväksytyn YK kestävän kehityksentoimintaohjelman Agenda2030:n, tarkoitus on äärimmäisen köyhyyden poistaminen sekä kestävän kehityksen tukeminen, jossa huomioidaan ympäristö, ihmisen tasa-vertaisuus sekä talous. Tavoitteisiin pääsemiseksi on YK määritellyt etenemissuunnitelman kestävän rahoituksen toteuttamiselle, jonka tarkoituksena on vahvistaa rahoituksen roolia maapallon ja koko yhteiskunnan hyödyttämiseksi. Kestävän rahoituksen tarkoituksena on luoda yhtenäinen luokitusjärjestelmä vastuullisuuden määrittelylle ja tätä kautta ohjata pääomia kestävämpiin investointeihin. Yhtenäisten kriteerien avulla sijoittajat saavat paremmin tietoa sijoituskohteiden vastuullisuudesta sekä pystyvät paremmin vertailemaan eri sijoituskohteita toisiinsa. Nykyisin vastuullisuusluokituksia tarjoavien palveluntarjoajien menetelmät vastuullisuuden määrittelylle eroavat toisistaan, mikä vaikeuttaa sijoituskohteen vastuullisuuden arvioimista. Nämä luovat perustan suurempien pääomien ohjautumiselle kohti vastuullisempia sijoituskohteita. (Euroopan komissio 2018; eu2019.fi.)

Vastuullisen sijoittamisen merkitys tulee tulevaisuudessa kasvattamaan merkitystä entistä enemmän, koska esimerkiksi Pariisin ilmastopimuksen tärkeimpiä tavoitteita on pysäyttää ilmaston lämpeneminen 1,5 asteeseen. Vähähiilisemmän ja ilmastokestävämmän yhteiskunnan saavuttaminen vaatii yhtenäistä linjaa sijoitustoiminnassa Pariisin ilmastopimuksen tavoitteiden kanssa. Yhtenä vastuullisen sijoittamisen merkittävimpana suunnannäyttäjänä ovat toimineet YK:n vuonna 2006

julkistamat vastuullisen sijoittamisen periaatteet. Vastuullisen sijoittamisen periaatteet ovat allekirjoittaneet vuonna 2019 jo yli 2300 toimijaa joiden yhteenlasketun varallisuuden arvo on yli 80 biljoonaa Yhdysvaltain dollaria. (WWF Suomi & Mandatum life).

1.2 Tutkimuksen tavoite ja tutkimusongelman määrittäminen

Tutkimuksen tavoitteena on tutkia, miten sijoittaja pystyy varmistamaan sijoituskohteidensa vastuullisuuden. Tutkimuksessa tutkimustavoitteeseen pääsemiseksi olen määrittänyt tutkimukselle kaksi pääkysymystä:

1. Miten ESG-strategiat toteutuvat tutkimukseen valituissa vastuullisissa rahastoissa?
2. Miten vastuullisuus toteutuu tutkimukseen valituissa rahastoissa?

Päätutkimuskysymystä tukemaan olen määrittänyt kaksi alakysymystä, jotka tukevat ja täydentävät tutkimusongelman kokonaisuutta:

- Mitä työkaluja sijoittaja voi käyttää rahastojen vastuullisuuden arvioimiseksi?
- Mitä haasteita sijoittaja saattaa kohdata sijoittaessaan vastuullisesti?

Tutkimusaineiston avulla pystyn vastaamaan tutkimuksen tavoitteeseen sekä vastaamaan tutkimusongelmaan.

1.3 Tutkimusmenetelmä ja – aineisto

Tutkimusaineistoni koostuu valituista erilaisista ESG-rahastoista, joiden vastuullisuutta opinnäytetyössäni analysoin. Tutkimukseni ei sisällä määrällisen tutkimuksen tapaan laajoja numeerisia aineistoja. Tämän vuoksi tutkimusmenetelmäksi valikoitui laadullinen eli kvalitatiivinen tutkimus. Laadullisen tutkimuksen tavoitteena on tutkittavan ilmiön ymmärtäminen, kuvaaminen ja tulkinnan antaminen. Tutkimuksessa tähdätään syvällisempään ymmärtämiseen tutkittavasta ilmiöstä eli sitä, mistä ilmiössä on oikein kyse. (Kananen. 2017, 32–35)

Laadullisen tutkimuksen tyypillisimpiä piirteitä ovat tutkimusaineiston monilähtöisyys, joka sisältää esimerkiksi kuvia, tekstejä ja haastatteluita. Tutkimuksen tiedonhankinta suoritetaan kokonaisvaltaisesti ja aineisto kerätään luonnollisissa, todellisissa tilanteissa. Laadullisessa tutkimuksessa tutkimussuunnitelma kehittyy tutkimusprosessin edetessä, sillä harvoin pystytään määrittelemään etukäteen, miten eri tutkimusprosessin vaiheissa toimitaan esimerkiksi aineistojen kanssa. Myös tutkimusongelma ja siitä muodostetut tutkimuskysymykset saattavat muuttua tutkimusprosessin aikana. Laadullista tutkimusta pidetään joustavana tutkimusmenetelmänä, koska tutkimuksen aikana pystytään muuttamaan lähes jokaista opinnäytetyön vaihetta: tutkimuskysymyksiä ja-ongelmaa, aineistonkeruumenetelmiä sekä aineistoa. Koska laadullisen tutkimuksessa pyritään ilmiön syvälliseen ymmärtämiseen, voidaan tutkimuksen eri vaiheita muokata, jotta tavoitetaso saavutettaisiin. (Hirsjärvi, Remes & Sajavaara 2008, 160; Kananen 2017, 71.)

Tämän opinnäytetyön tutkimusaineistona käytettiin eri tietokantojen tarjoamia tieteellisiä artikkeleita, alan kirjallisuutta ja eri palveluntarjoajien, kuten MSCI ja Morningstarin internetsivuja. Tutkimuksen kohteina olleiden rahastojen vastuullisuuden liittyvä data kerättiin Yahoo Financen, Morningstarin, yourSRI sekä MSCI internetsivuilta. Tutkimus suoritettiin vertaileva laadullisena tutkimuksena, jossa aineiston vertailussa hyödynnettiin tutkimusmetodina aineistolähtöistä sisällönanalyysia. Tutkimusmenetelmästä ja metodista kerron lähemmin 4. luvussa.

1.4 Tutkimuksen rakenne

Opinnäytetyö rakenne koostuu viidestä eri pääluvusta, joista ensimmäinen on johdantokappale. Johdantokappaleen tarkoitus on tarjota johdatus tutkimuksen aiheeseen sekä avata tutkimuksen taustoja. Johdannossa käsitellään myös tutkimuksen tavoite, tutkimuskysymykset, tutkimuksen rakenne sekä esitellään aikaisempia tutkimuksia. Teoreettinen viitekehys jakautuu kahteen teoriakappaleeseen, jotka pohjaavat käsiteltävää aihetta ja siihen kytkettyjä käsitteitä. Ensimmäisessä teoriakappaleessa ”Vastuullinen sijoittaminen” käsitellään vastuullisen sijoittamisen keskeisiä käsitteitä, kuten sen ajallista kehitystä sekä strategioita. Toinen teoriakappale

”Vastuullisuusanalyysi” käsittelee työkaluja joilla rahastojen vastuullisuutta pystytään analysoimaan eri ESG-tekijöiden näkökulmasta.

Opinnäytetyön luku 4 käsittelee tutkimuksen empirian toteuttamista sekä tutkimustuloksia. Kappaleessa esitellään myös valitun tutkimusmetodin käyttöä sekä aineistonkeruuta. Kappaleet 4.3 ja 4.4 käsittelevät tutkimusaineiston analysointia. Tutkimusaineiston analysointi on toteutettu kappaleessa 4.3 ja 4.4 rahastoittain.

Opinnäytetyön viimeinen luku 5 keskittyy tarkastelemaan tutkimuksen keskeisiä tuloksia ja analysoinnin tuloksena syntyviä johtopäätöksiä. Luvussa käsitellään myös tutkimusprosessin kulkua sekä arvioidaan tutkimuksen luotettavuutta. Luvussa esitellään tutkimukselle mahdollisia jatkotutkimusehdotuksia.

1.5 Aikaisemmat tutkimukset

Vastuullinen sijoittaminen on noussut sijoittajien keskuudessa globaaliksi megatrendiksi, mutta se on myös noussut tutkijoiden keskuudessa merkittäväksi tutkimusaiheeksi. Tutkimuksien keskeisimpiä aiheita ovat pääsääntöisesti muun muassa tietyn ESG-strategian vaikutukset vastuulliseen sijoittamiseen, yhteiskuntavastuuseen eli yritys vastuuseen liittyvät kysymykset sekä vastuullisen sijoittamisen yleisestä suorituskyvystä verrattuna muihin sijoitustapoihin. Suomen mittakaavassa aiheesta ei ole vielä saatavilla kovinkaan paljon aineistoa eikä tutkimuksia. Kuitenkin Alda (2019) analysoi artikkelissaan perinteisten eläkerahastojen kasvavaa tarvetta ottaa huomioon ESG-asiat sijoitustoiminnassaan. Artikkelissa vertailtiin perinteisten ja vastuullisten rahastojen ominaisuuksia toisiinsa sekä analysoitiin ESG-luokitusten vaikutuksia tulokseen sekä kassavirtaan. Hänen tutkimuksensa mukaan perinteisten ja vastuullisten rahastojen ESG-luokitukset vaikuttavat joihinkin yhteisiin tekijöihin. Tutkimuksessa havaittiin myös vastuullisten rahastojen tuottavan paremmin verrattuna perinteisiin rahastoihin. Tarkempi ESG-asioiden seulonta rahastojen valinnassa takaa suuremmat voitot ja laajemmat kassavirrat. (Alda 2019.)

Vastuulliseen sijoittamiseen liittyvässä tutkimuksessa Ronkanen (2017) käsittelee pro gradussaan, miten verovastuullisuus huomioidaan vastuullisissa rahastoissa.

Tutkimuksessaan Ronkainen pyrkii selvittämään, miten PRI-periaatteiden mukainen taloudellinen vastuu otetaan huomioon vastuullisissa rahastoissa. Tutkimuksessa sivutaan tässä opinnäytetyössä käsiteltyä rahastojen vastuullisuuden määrittelyä. Ronkaisen tutkimustulosten mukaan verovastuullisuus on osa vastuullista sijoittamista, mutta sen todellisen toteutumisen mittaaminen on vaikeaa. Tämän johdosta verovastuullisuutta ei kaikissa vastuullisen sijoittamisen rahastoissa huomioida. (Ronkanen 2015.)

Holanne (2017) on pro gradu-tutkielmassaan analysoinut ESG julkisuuspisteiden käyttöä sijoitustyökaluna. Tutkimuksen tavoitteena oli selvittää ESG julkisuuspisteiden vaikutukset yhtiön tulokseen. ESG julkisuuspisteellä mitataan yrityksen paljastaman tiedon määrää liittyen ympäristöön, sosiaaliseen vastuuseen ja hallintotapaan liittyvissä kysymyksissä. Tutkimuksessa hyödynnettiin Bloombergin tuottamia ESG julkisuuspisteitä yhtiöiden vertailemiseen. Holanteen tutkimustulosten mukaan ESG julkisuuspisteiden käyttö ei johda merkittävään yli tai alisuoriutumiseen markkinoilla. (Holanne 2017.)

2 VASTUULLINEN SIOITTAMINEN

Tässä luvussa käsitellään vastuullisen sijoittamisen kehitystä, avataan keskeisimpiä käsitteitä sekä esitellään nykyaikaisen ESG-sijoittamisen periaatteita ja strategioita. Ensimmäisessä alaluvussa käsitellään vastuullisen sijoittamisen syntyä ja sen kehitystä kohti nykyaikaista vastuullista sijoittamista. Seuraavassa alaluvussa esitellään YK:n vastuullisen sijoittamisen periaatteet, joilla on ollut merkittävä rooli vastuullisen sijoittamisen kehittämisessä. Kolmannessa alaluvussa esitellään nykyaikainen vastuullisen sijoittamisen muoto eli ESG. ESG:llä tarkoitetaan ympäristöasioiden (environmental), sosiaalisen vastuun (social) ja hyvän hallintotavan (governance) liittämistä osaksi sijoitustoimintaa. Viimeisessä alaluvussa esitellään vastuullisen sijoittamisen periaatteiden pohjalta luodut ESG-strategiat.

Viimeisen vuosikymmenen aikana vastuullisesta sijoittamisesta on kasvanut merkittävä trendi sijoitusrahastoalalla sekä se on keskeinen aihe tutkijoiden keskuudessa ympäri maailmaa. Vastuullisen sijoittaminen voidaan määritellä sijoitusprosessiksi, jossa tarkoituksena on löytää korkean yritysvastuun (CSR, Corporate Socially Responsible) omaavia yrityksiä ESG-kriteereitä hyväksi käyttäen (Auer, Schuhmacher 2016; Renneboog, Ter Horst & Zhang 2008). EuroSif (2018) määrittelee vastuullisen sijoittamisen taas pitkän aikavälin sijoitustoiminnaksi, jossa yhdistetään ESG -tekijät osaksi analysointi-, tutkimus- ja valintaprosessia. Prosessissa yhdistyy fundamenttianalyysi sekä sitoutuminen ESG-tekijöiden arviointiin pitkän aikavälin tuottojen saavuttamiseksi sekä vaikuttaminen yritysten käyttäytymiseen yhteiskuntaa hyödyttävällä tavalla.

Vastuullisessa sijoittamisessa huomioidaan sijoituskohteen taloudelliset ja ei-taloudelliset näkökulmat sijoitusprosessia toteuttaessa. Sijoituspäätöksiä tehtäessä arvioidaan yrityksen hallintoa, sen suhtautumista ympäristöä ja yhteiskuntaa koskeviin kysymyksiin sekä tuotto-riski suhdetta. (Lapanan 2018). Haigh & Hazelton (2004) määrittelevät vastuullisen sijoittamisen sijoitusten ohjaamiseksi suuntaan jossa yhdistyvät taloudelliset tavoitteet sekä sitoutuminen sosiaalisiin ongelmiin kuten taloudelliseen kehitykseen, oikeudenmukaisuuteen sekä puhtaaseen ja terveeseen

ympäristöön. Schueth (2003) mukaan vastuullinen sijoittaminen on sosiaalisten aiheiden ja henkilökohtaisten arvojen yhdistämistä osaksi päätöksentekoa kuitenkin tinkimättä tuotto-odotuksista.

Global Sustainable Investment Alliance (2018, 3) tuottaman raportin mukaan vastuullinen sijoittamisen sijoitusvarallisuus on kasvanut viimeisen kahden vuoden aikana 22 biljoonasta eurosta 30,7 biljoonaan mikä vastaa noin 34 prosentin nousua. Suurinta kasvua prosentuaalisesti on tapahtunut Japanissa, jossa sijoitusvarallisuus on kasvanut yli 300 prosenttia. Yhdysvalloissa kasvua tapahtui noin 38 prosenttia ja Euroopassa 11 prosenttia mikä oli edellisvuoteen verrattuna alhaisempaa. Deutsche Bank (2018) mukaan noin 25 prosenttia maailman hallinnoituista varoista (AUM, Assets under management) on sijoitettu vastuullisesti. Deutsche Bankin arvioiden mukaan tämä osuus tulisi kasvamaan seuraavan viiden vuoden sisällä yli 50 prosenttiin maailman hallinnoituista varoista. Vastuullisuusluokituksia ja analyysijä tarjoavan MSCI vuosittain järjestettävässä sijoituskonferenssissa yli kolmasosa varainhoitajista ja eläkerahastojen edustajista uskoi näkevänsä vastuullisesti sijoitettujen globaalien varojen kaksinkertaistuvan seuraavan viiden vuoden aikana (Flood, C. 2019).

Vastuulliselle sijoittamiselle on olemassa useita erilaisia motiiveita, joista yleisimmät on halu osallistua ilmastonmuutoksen sekä muiden ympäristöongelmien ehkäisemiseen, mutta myös sijoittajan henkilökohtaiset tavoitteet ja arvot (Eurosif 2018). Henkilökohtaiset arvot ja tavoitteet voivat liittyä esimerkiksi laajemman riskienhallinnan kontrolloimiseen sekä parempien sijoitustuottojen varmistamiseen. Sijoittaja voi myös hakea ESG-asioiden huomioimisella yhteiskunnallista hyväksyntää sijoitustoiminnalleen (Finsif 2017).

2.1 Vastuullisen sijoittamisen kehitys

Vastuullisen sijoittamisen katsotaan pohjautuvan eettisestä sijoittamisesta, jonka juuret juontavat juutalaisista, islamilaisista ja kristillisistä perinteistä. Juutalaisilta löytyy runsaasti opetuksia eettiselle rahankäytölle ja kristityt asettivat lainoille sekä sijoituksille rajoituksia vanhan testamentin mukaisesti. Metodismi-herätysliikkeen perustaja John Wesleyyn mukaan ihmisten ei tulisi harjoittaa syntistä kaupankäyntiä

tai hyötyä toisten riistämisestä. 1920-luvulla metodistiset kirkot välttivät sijoittamasta syntisiin yhtiöihin, joiden katsottiin olevan mukana alkoholin, aseiden, tupakan ja uhkapelaamisen tuotannossa. Sodan ja rasismin vastaiset yhteiskunnalliset kampanjat 1960-luvulla saivat sijoittajat tietoisiksi heidän sijoituksiensa sosiaalisista vaikutuksista. 1980-luvulla Tšernobylin ydinvoimalaonnettomuus, Yhdysvaltain pahin ympäristökatastrofi Exxon Valdezin öljyonnettomuus sekä muut ympäristökatastrofit lisäsivät merkittävästi sijoittajien tietoisuutta teollisuuden kehityksen negatiivisista ympäristövaikutuksista. (Renneboog, Horst & Zhang 2008)

Ensimmäinen nykyaikaa mukaileva vastuullinen sijoitusrahasto oli Pax World Fund, joka perustettiin vuonna 1971 Luther Tysonin sekä Jack Corbettin toimesta. Ajatus rahaston perustamisesta tuli metodistikirkon jäseneltä, joka tiedusteli Tysonilta mahdollisuutta sijoittaa rahastoon, jossa ei suosittaisi Vietnamin sotaan osallistuneita yrityksiä. (Hawken 2004.)

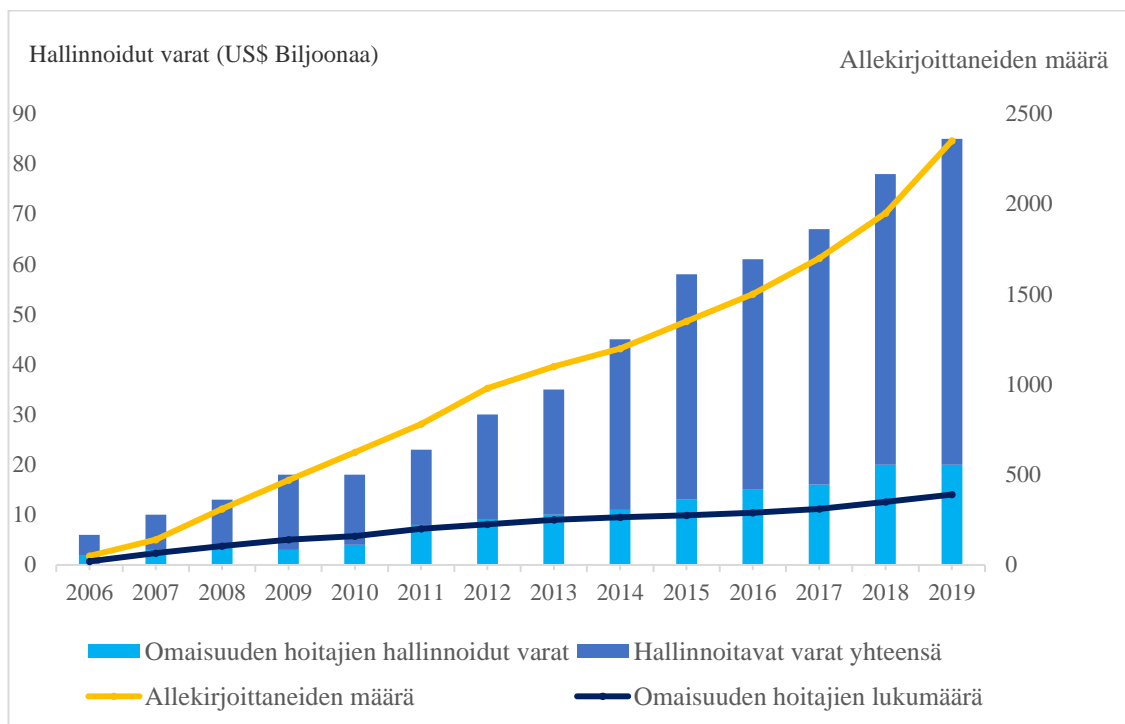
Vaikka vastuullisella sijoittamisella on pitkä historia, voidaan kuitenkin katsoa merkittävimpien edistysaskelien tapahtuneen vasta 2000-luvulla. YK:n julkaisemat vastuullisen sijoittamisen periaatteet (2006) ovat luoneet kansainväliset standardit vastuulliselle sijoittamiselle sekä toimineet merkittävänä suunnan näyttäjänä. (PRI 2019a.)

2.2 YK Vastuullisen sijoittamisen periaatteet

Vuonna 2006 YK julkaisi vastuullisen sijoittamisen periaatteet PRI (Principles For Responsible Investment), joka on kehitetty yhteistyössä sijoittajien kanssa. PRI-periaatteiden allekirjoittaneet sitoutuvat ottamaan ESG-tekijät huomioon sijoitustoiminnoissaan. PRI-periaatteiden noudattaminen on täysin vapaaehtoista ja jokainen sijoittaja voi sitoutua niihin parhaaksi katsomallaan tavalla. Ainoa pakollinen vaatimus vuosimaksun lisäksi, on raportoida vuosittain vastuullisen sijoittamisen toimista sekä lähestymistavoista. (PRI 2019a.)

1. periaate: ESG-tekijöiden liittäminen osaksi sijoitusprosesseja. Mahdollisina käytännön toimina voidaan pitää analyysien, tilastojen sekä ESG-työkalujen kehittämistä.

2. periaate: Aktiivinen omistajuus, jossa ESG-tekijät sisällytetään osaksi omistajapolitiikkaa. Päämääränä on aktiivinen vuoropuhelu yrityksen kanssa sekä mahdollinen osallistuminen valvonnan, periaatteiden ja standardien kehittämiseen.
3. periaate: Sijoituskohteiden asianmukaisen ESG-raportoinnin edistämistä, esimerkiksi pyytämällä yrityksiltä standardoituja ESG-raportteja (GRI, Global Reporting Initiative).
4. periaate: Vastuullisen sijoittamisen periaatteiden käyttöönoton edistämistä sijoitusosalalla. Käytännön toimina esimerkiksi, raporttia ESG-tekijöistä (GRI) sekä niiden sisällyttämistä vuosikertomuksiin.
5. periaate: Tekemällä yhteistyötä muiden sijoittajien kanssa edistääkseen PRI-periaatteiden tehokkuutta muun muassa osallistumalla erilaisiin verkostotapahtumiin resurssien sekä työkalujen yhdistämiseksi.
6. periaate: Avointa raportointia vastuullisen sijoittamisen toimista sekä edistyksestä. Käytännön toimina esimerkiksi, tiedot miten ESG-tekijät ovat integroitu sijoitustoimintaan. (PRI 2019a.)



Kuvio 1. YK:n vastuullisen sijoittamisen periaatteiden allekirjoittaneiden määrä ja sijoitusvarallisuus (PRI 2019a).

Kuviosta 1 voidaan havaita, kuinka allekirjoittaneiden määrä on kasvanut vuoden 2006 noin sadasta allekirjoittaneesta yli 2300 allekirjoittaneeseen. Allekirjoittaneiden yhteenlaskettu sijoitusvarallisuus vuonna 2019 oli yli 80 biljoonaa Yhdysvaltain dollaria. Vastuullisen sijoittamisen periaatteet ovat lisänneet yleistä tietoisuutta vastuullisesta sijoittamisesta sekä määrittäneet sille standardit kuuden ohjaavan periaatteen avulla. Periaatteiden tavoite on kannustaa ja tukea vastuullisen sijoituskäytäntöjen käyttöönottoa sijoitusalailla. (PRI 2019a).

2.3 ESG

ESG tarkoitetaan ympäristöasioiden (environmental), sosiaalisen vastuun (social) ja hyvän hallintotavan (governance) liittämistä osaksi sijoitustoimintaa. On havaittu näyttöä, että ESG-tekijöiden liittäminen osaksi sijoitusanalyysiä ja salkunrakentamista voi tarjota sijoittajalle pitkän aikavälin suorituskyvyn etuja. (Pax World Funds 2019; Finsif 2019a).

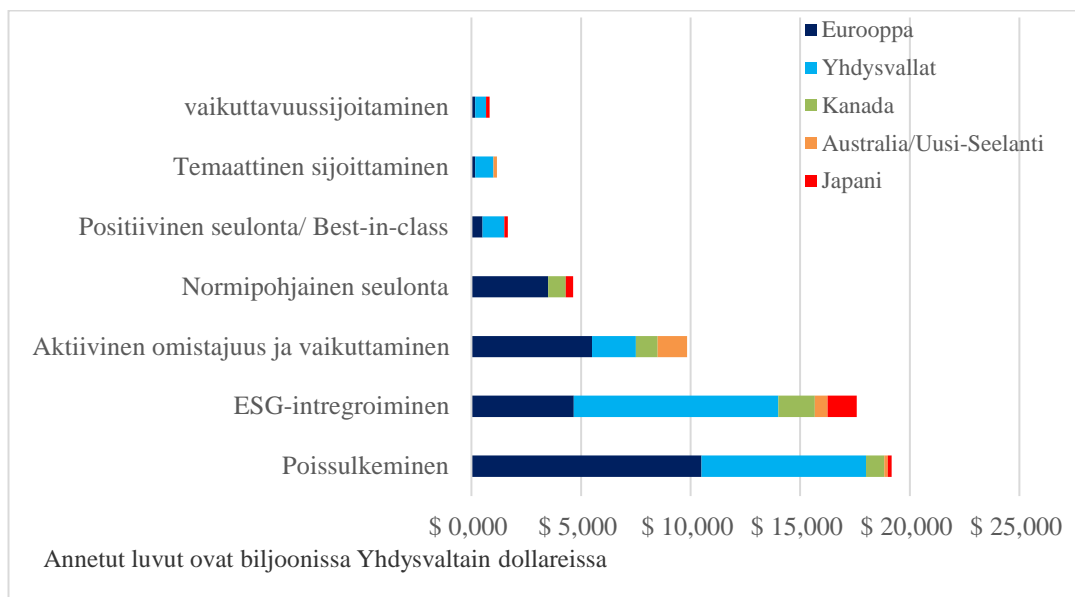
Akateemisessa kirjallisuudessa ESG-termiä on usein käytetty synonyymeinä sosiaalisesti vastuullisen sijoittamisen, eettisen sijoittamisen sekä vastuullisen sijoittamisen kanssa, mutta merkitys olisikin enemmän polyseeminen. ESG-sijoittaminen on ilmiönä paljon nuorempi verrattuna eettisen ja vastuulliseen sijoittamiseen. ESG voidaan pitää näiden kahden sijoittamismuodon yhteenliittymänä (Eccles & Viviers 2011.)

ESG-termiä käytti ensimmäisen kerran YK:n silloinen pääsihteeri Kofi Annan vuonna 2004 kirjeessään, jossa hän kutsui koolle maailman merkittävimpiä rahoituslaitoksia kehittämään ohjeita ja suosituksia ympäristöasioiden, sosiaalisen vastuun sekä hyvän hallintotavan (ESG) integroimista paremmin osaksi omaisuudenhoitoa, tutkimustoimintaa sekä arvopaperien välitystä. (The Global Compact). Vuonna 2006 julkaistiin vastuullisen sijoittamisen periaatteet, jotka loivat standardit vastuulliselle sijoittamiselle sekä ESG-tekijöiden käytölle ja mahdollistivat sen maailman valloituksen (PRI 2019a).

2.4 ESG-strategiat

Vastuulliseen sijoittamiseen voidaan soveltaa monia eri lähestymistapoja kuten: ESG-integrointi, poissulkeminen, positiivinen suosiminen, aktiivinen omistajuus ja vaikuttaminen, teemasijoittaminen sekä vaikuttavuussijoittaminen. Soveltuvimman lähestymistavan valitseminen riippuu erilaisista tekijöistä, kuten yleisestä sijoitusstrategiasta ja sijoitusvarallisuuden koosta sekä sijoittajan periaatteista, tavoitteista ja käytettävistä resursseista. Vastuullisen sijoittamisen lähestymistapoja voi myös käyttää rinnakkain eivätkä ne sulje toisiaan pois. (Finsif 2019b.)

Global Sustainable Investment Alliance (GSIA, 7) vuonna 2012 julkaistussa raportissa esiteltiin viisi vastuullisen sijoittamisen strategiaa, jotka nousivat kansainvälisiksi luokitusstandardeiksi. Vuoden 2014 julkaistussa raportissa vastuullisen sijoittamisen periaatteita täsmennettiin sekä jaoteltiin seitsemään eri lähestymistapaan.



Kuvio 2. Suosituimmat ESG-strategiat ja niiden maantieteellinen jakautuminen (GSIA 2018, 10).

Kuvio 2 havainnoi vastuullisen sijoittamisen menetelmien maantieteellistä jakautumista sekä suosituimpia sijoitusmenetelmiä. Selvästi suosituimmat strategiat maantieteellisesti ovat poissulkeminen, ESG-integrointi sekä aktiivinen omistajuus. Euroopassa suurin strategia on poissulkeminen, kun taas ESG-integrointi hallitsee suurimman osan varallisuudesta Yhdysvalloissa, Australiassa ja Kanadassa. Aktiivinen omistajuus ja ESG-integrointi muodostavat pääasialliset strategiat Japanissa. (GSIA 2018, 10.)

Viimeisen kahden vuoden aikana on tapahtunut merkittävää kasvua vielä verrattain pieninä pidettyjen teemasijoittamisen ja positiivisen seulonnan sekä vaikuttavuussijoittamisen kohdalla. Määrällisesti suurinta kasvua on tapahtunut ESG-integroimisen kohdalla, joka on kasvanut maantieteellisesti 69 prosenttia, mikä vastaa 7 biljoonan euron kasvua. (GSIA 2018, 10.)

2.4.1 ESG-Integrointi

ESG-integrointi tarkoittaa ESG-tekijöiden hyödyntämistä sijoitusanalyysissä - sekä päätöksiä tehtäessä. ESG-integroinnilla ei ole standardoitua määritelmää, vaan jokainen sijoittaja soveltaa niitä parhaaksi katsomallaan tavalla. Keskeinen tarkoitus ESG-integroinnilla on sijoitusten riskien alentaminen sekä sijoituksen tuotto-odotusten parantaminen. ESG-integrointia harjoittava sijoittaja määrittelee sijoituskohteen kannalta olennaiset kysymykset joiden katsotaan todennäköisesti vaikuttavan yrityksen ja sijoitustoiminnan tulokseen. Sijoittajat hyödyntävät/ostavat ulkopuolisten palvelutarjoajien tarjoamia analyysissä, ESG-dataa, luottoluokituksia sekä muita tietolähteitä ja hyödyntävät niitä sijoituspäätöksenteon prosessissa. (Silvola ym. 2019, 39; PRI 2019b).

2.4.2 Poissulkeminen

Poissulkeminen (negatiivinen seulonta/negative screening) on yksi vanhimmista vastuullisen sijoittamisen menetelmistä, joka on polveutunut eettisestä sijoittamisesta. Alun perin poissulkemisen tarkoitus oli välttää ”syntiosaikkeisiin” sekä kyseenalaisiin toimialoihin sijoittamista, esimerkiksi tupakka, aseteollisuus sekä uhkapelit. (Renneboog ym. 2008.)

Poissulkemista harjoittava sijoittaja määrittelee kriteerit, joiden perusteella yrityksiä, toimialoja tai maita poissuljetaan potentiaalisten sijoituskohdeiden ulkopuolelle. Kriteereitä voivat olla aiemmin mainittujen lisäksi myös kivihiihtoimiala, korruptio sekä ihmisoikeusrikkomukset. Sijoittaja muodostaa potentiaalisista sijoituskohdeista osakeanalyysia hyödyntäen osakesalkun. (Hyrskke ym. 2012, 72).

2.4.3 Suosiminen

Suosiminen (positiivinen seulonta/positive screening) on vastuullisen sijoittamisen lähestymistapa, jossa sijoituskohdeiksi valitaan sellaisia vastuullisesti johdettuja yrityksiä, joiden tuotteet ja palvelut ovat vastuullisesti tuotettuja (Finsif 2019b). Toimialansa parhaat (best-in-class) on yleisesti suosimisen yhteydessä käytetty menetelmä, missä yritykset ovat luokiteltu toimialoittain ESG-kriteerien perusteella

paremmuusjärjestykseen. Sijoituskohteiksi valikoituvat yritykset, jotka ylittävät asetetun vähimmäis raja-arvon. (Renneboog ym. 2008).

2.4.4 Normipohjainen seulonta

Normipohjaisessa seulonnassa (norms-based screening) tarkoitus on arvioida sijoituskohteiden vastuullisuutta YK:n Global Compact ja OECD:n kansainvälisten normien avulla. Global Compact käsittää sopimukset työ- ja ihmisoikeuksista, ympäristön suojelusta sekä korruptiosta. OECD on taloudellisen yhteistyön ja kehityksen järjestö, jonka tarkoitus on lisätä yhteiskunnallista hyötyä, edistää vapaakauppaa ja kehittää jäsenmaidensa kestäväää talouskasvua. Ensisijaisesti sijoittajat pyrkivät vaikuttamaan normien rikkomisesta epäiltyihin yrityksiin vaikuttamalla. Viimeisenä toimenpiteenä on yrityksen poissulkeminen. (Silvola ym. 2019, 39).

2.4.5 Aktiivinen omistajuus ja vaikuttaminen

Aktiivinen omistajuus ja vaikuttaminen (Corporate engagement and shareholder action/ shareholder activism) ilmenee kun sijoittajat käyttävät omistusoikeuttaan vaikuttaakseen sekä edistääkseen omistamansa yrityksen toimintaa. Sijoittajat voivat hyödyntää useita eri lähestymistapoja vaikuttaakseen yrityksen toimintaan. Aktiivisella vuoropuhelulla yrityksen kanssa, äänioikeuden käyttämisellä yhtiökokouksissa sekä yhteistyö yhdessä muiden sijoittajien kanssa. Lähestymistavan määrittää yrityksen ja omistajien välinen suhde, ongelman taso sekä ongelman ja taloudellisen tuloksen suhde. Yritykset yleensä järjestävät suurten instituutiosijoittajien kanssa vuosittaisen kokouksen. Kokouksessa käydään lävitse vuosittaiset liiketoimintastrategiat, miten yritys aikoo saavuttaa tavoitteensa sekä yleiset hallinnolliset asiat. (Sullivan & Mackenzie 2006).

2.4.6 Temaattinen sijoittaminen

Temaattisessa sijoittamisessa (teemasijoittaminen/sustainability themed investing) suositaan tietynlaista teemaa, joka voi liittyä tiettyyn toimialaan tai tiettyjä palveluita ja tuotteita valmistaviin yhtiöihin. Yleisimpinä teemoina ovat yleensä ilmastoon ja ympäristöön liittyvät aiheet, kuten uusiutuvat energialähteet, jäteteknologia

ja vesi. Temaattisen sijoittamisen variaatioita ovat myös bioteknologiaan tai väestönrakenteen muutokseen keskittyvät rahastot (Hyrskke ym. 2012, 77; Hyrskke ym. 2020, 122).

2.4.7 Vaikuttavuussijoittaminen

Vaikuttavuussijoittaminen (impact investing) on sijoitusmuoto, jossa yhdistetään yhteiskunnallinen hyöty ja tuotto toisiinsa. Tällä tarkoitetaan sosiaalisia vaikutuksia korostavia vaikuttavuushankkeita (social impact bonds) sekä kestäväää kehitystä tukevia vihreitä joukkolainoja (green bonds). Sosiaaliset vaikuttavuushankkeet liittyvät usein jonkin sosiaalisen ongelman, kuten syrjäytymisen tai kodittomuuden torjuntaan. Vihreillä joukkolainoilla voidaan rahoittaa energiatehokkuuteen, joukko-liikenteeseen, kestäväään rakentamiseen tai uusiutuvaan energiaan liittyviä hankkeita. (Silvola ym. 2019, 40-41).

Vaikuttavuussijoittamiseen liittyy myös yhteisösijoittaminen (community investing). Yhteisösijoittamisen tarkoitus on tarjota rahoitusta sellaisille yhteisöille, joilla on vaikeuksia saada sitä tavanomaisten kanavien kautta. Tavoitteena on tarjota pankki-, luotto ja muita taloudellisia palveluita yhteisöille jotka eivät niitä muuten saa. (De Colle & York 2009).

3 VASTUULLISUUSANALYYSI

Tässä luvussa käsitellään vastuullisuusanalyysin hyödyntämistä rahastojen vastuullisuuden arvioimisessa. Alaluvuissa esitellään erilaisia vastuullisuusluokituksia tuottavia palveluntarjoajia sekä esitellään vastuullisuusluokitusten laskentaperiaatteita. Viimeisessä alaluvussa keskitytään tarkastelemaan yritysten tuottamia vastuullisuusraportteja osana vastuullisuusanalyysiä.

Vastuullisuusanalyysin tarkoituksena on arvioida sijoituskohteiden vastuullisuutta eri ESG-tekijöiden näkökulmasta sekä vertailla rahastojen vastuullisuusperiaatteita ja –käytäntöjä omiinsa. Erityisesti valintavaihe korostuu rahastomuotoisessa sijoittamisessa, koska vaikutusmahdollisuudet rahaston toimintaan ovat sijoittamisen aikana rajalliset. Rahastosijoittaja arvioi keinoja, joilla rahasto toteuttaa vastuullisuutta aktiivisen omistajuuden ja sijoituspäätösten kautta. (Silvola ym. 2019, 157.)

Rahastojen vastuullisuuden arviointiin vaikuttaa, tapahtuuko rahastojen hallinnointi passiivisesti vai aktiivisesti. Passiivisesti hallinnoitua rahastoa sijoitetaan valitun indeksin, esimerkiksi yleisindeksin tai vastuullisia yhtiöitä painottavan indeksin mukaisesti. Aktiivisesti hallinnoitulle rahastolle voidaan asettaa odotuksia vastuullisuusanalyysin huomioimisesta sijoituspäätöksiä tehdessä. Passiivisissa rahastoissa sijoittajan mahdollisuus saada indeksiä parempaa tuottoa on pienempi verrattuna aktiiviseen rahastoon, mutta myös sijoittaja välttää mittavat alituotot. Aktiivisissa rahastoissa sijoittaja taas uskoo löytävänsä markkinoilta väärin hinnoiteltuja sijoituskohteita, jotka tarjoavat tilaisuuden saada keskimääräistä korkeampia tuottoja. (Silvola ym. 2019, 188; Kallunki & Martikainen & Niemelä 2019, 116-127.)

Aktiivista omistajuutta voidaan taas puolestaan harjoittaa niin passiivisissa kuin aktiivisissa rahastoissa. Suuret instituutiosijoittajat sekä rahoitusalan yhtiöt omistavat usein merkittäviä osuuksia eri yhtiöistä maailmanlaajuisesti sekä toimivat useassa yhtiöissä suurimpien omistajien joukossa. Tämä mahdollistaa osassa hallinnoituissa sijoituksissa aktiivisena omistajana toimimisen yhtiökokouksien sekä muiden vaikuttamismuotojen kautta. (Silvola ym. 2019, 158.) Aktiivisissa rahas-

toissa sijoittajat pystyvät kuitenkin tehokkaammin vaikuttamaan yrityksen toimintaan ESG-tekijöihin liittyvissä kysymyksissä (Kallunki, Martikainen & Niemelä 2019, 116–127).

Sijoittajien keskuudessa usein kyseenalaistetaan vastuullisuuden vaikutukset arvopaperien hintoihin, vaikka rahoitusteorian mukaan yhtiön arvon pitäisi perustua tulevien nettokassavirtojen nykyarvoon. Nykyinen Tutkimustieto kuitenkin osoittaa, että rahoitusmarkkinat ovat kykenemättömiä hinnoittelemaan ESG-tekijöitä yhtiön arvoon, mikä johtaa usein puutteelliseen hinnoitteluun sekä mahdollisesti alihinnoitteluun. (Silvola 2019, 21-22.)

Vaikka ESG-informaatio on julkista tietoa, ei arvopapereiden arvon kannalta olennainen tieto aina heijastu arvopapereiden hintoihin täysimääräisesti, joihin syiksi voidaan Silvolan (2019, 22) mukaan määritellä seuraavat:

1. Eri analyytikoilla voi olla käytössä arvokkaampaa ESG-tietoa sekä käytössä tehokkaampia analysointikeinoja.
2. Vastuullisuusinvestointien aiheuttamat kulut realisoituvat välittömästi, mutta niiden synnyttämät hyödyt ja positiivinen kassavirta voidaan todeta vasta tulevaisuudessa.
3. Megatrendien vaikutukset aiheuttavat häiriöitä tehokkaisiin markkinoihin, minkä vuoksi arvopaperien markkinahinnat eivät vastaa todellista arvoa.

3.1 Vastuullisuusluokitukset

Perinteisen ESG-analyysin rinnalla käytetään yleensä eri palveluntarjoajien laatimia vastuullisuusluokituksia- sekä analyysijä. ESG-analyysijä ja luokituksia tuottavat palveluntarjoajat luokittelevat yhtiöitä eri standardeja käyttäen paremmuusjärjestykseen. Lisäksi ne tarjoavat yhtiökohtaisia taustatietoja vastuullisuuteen liittyvistä mahdollisuuksista ja riskeistä sekä esillä olleista ongelmista. (Silvola ym. 2019, 98-100.)

Vastuullisuusluokitusten ja -analyysien laatimiseen ei ole yhtä kansainvälisesti hyväksyttyä standardia. Jokaisella palveluntarjoajalla on käytössään omanlaiset metodologiansa vastuullisuusluokitusten rakentamiseen, jossa painotetaan erilaisia vastuullisuusnäkökulmia. Palveluntarjoajien tuottamien ESG-raporttien vahvuuksia ovat erityisesti niiden käyttämät systemaattiset metodologiat, jossa toimialan yrityksiä voidaan tarkastella yhteismitallisesti. Systemaattiset metodologit mahdollistavat saman toimialan yritysten suoriutumisen vertailtavuuden esimerkiksi, keskeisten tunnuslukujen pohjalta, kuten onnettomuustiheyden sekä veden ja energian kulutuksen mukaan. Seuraavissa alaluvuissa esitellään ESG-luokituksia- sekä analyysijä tuottavia palveluntarjoajia sekä tarkastellaan ESG-luokituksiin käytettäviä metodologeja ja erilaisia vastuullisuusnäkökulmia. (Silvola ym. 2019, 98-100.)

3.1.1 Morningstar vastuullisuusluokitus

Morningstar vastuullisuusluokituksen tarkoitus on tarjota sijoittajille ulkopuolisen palveluntarjoajan arvion rahastojen vastuullisuudesta. Morningstar vastuullisuusluokituksen avulla sijoittajat voivat tarkastella sijoituskohteiden vastuullisuuden asetta sekä käyttää sitä osana ESG-analyysia vastuullisia sijoituspäätöksiä tehdessään. Vastuullisuusarvosanan avulla sijoittajat pystyvät arvioimaan rahastojen kykyä käsitellä vastuullisuuteen liittyviä riskejä ja haasteita sekä hyödyntää sen tarjoamia mahdollisuuksia. (Hale, 2016.)

Morningstar vastuullisuusluokitus tuli markkinoille ensimmäisen kerran vuonna 2016. Pari vuotta myöhemmin Morningstar tarkensi vastuullisuusluokituksessa käytettäviä laskentaperiaatteita. Rahastoissa olevista omistuksista vähintään 67 prosenttia täytyy olla analysoituna, jotta vastuullisuusluokitus voidaan antaa. Myös vastuullisuusarvosanat muutettiin perustumaan viimeiseen 12 kuukauden salkkutietoihin kuukauden sijaan. Morningstar käyttää Sustainalyticsin tuottamaa dataa laskiessaan rahastojen vastuullisuusluokituksia. (Hale, 2016.)

Morningstar vastuullisuusluokitus on kolmivaiheisen prosessin lopputulos. Ensimmäisessä vaiheessa salkulle lasketaan vastuullisuutta kuvaava arvosana (portfolio sustainability score), joka perustuu painotettuun keskiarvoon normalisoiduista yri-

tyskohtaisista ESG-pisteistä (portfolio ESG score), joista on vähennetty mahdollisten riita-asioiden (portfolio controversy score) vaikutukset (Hale, 2017). Vastuullisuus arvosana lasketaan kaavalla:

$$\text{Portfolio Sustainability Score} = \text{Portfolio ESG Score} - \text{Portfolio Controversy Score}. (1)$$






Prosessin toisessa vaiheessa lasketaan salkulle historiallinen vastuullisuusarvosana, joka lasketaan 12 kuukauden painotettuna keskiarvona Morningstarin vastuullisuusarvosanoista. Historialliset vastuullisuusarvosanat eivät ole yhdenvertaiset toistensa kanssa koska uusimmat arvosanat painotetaan korkeammin verrattuna vanhempiin arvosanoihin. (Morningstar Sustainability Rating Methodology 2019, 2).

$$\text{Historical Portfolio Sustainability Score} = \frac{\sum_{i=0}^{11} (12-i) \times \text{Portfolio Sustainability}^i}{\sum_{i=0}^{11} i+1}. (2)$$

Kaavassa i kuvastaa kuukausia tulevaisuudessa.

Prosessin viimeisessä vaiheessa rahastot jaotellaan historiallisten vastuullisuusarvosanojen perusteella viiteen normaalijakaumaa edustavaan ryhmään, jossa jokaisessa ryhmässä on vähintään 30 rahastoa. (Morningstar Sustainability Rating Methodology 2019, 2-3).

Taulukko 1. Morningstar vastuullisuusluokitus (Hale, 2016).

Distribuutio	Tulos	Kuvaus	Luokitus
Korkein 10 %	5	Korkea	
Seuraavat 22,5 %	4	Keskiarvoa korkeampi	
Seuraavat 35 %	3	Keskiarvo	
Seuraavat 22,5 %	2	Keskiarvoa alempi	
Alin 10 %	1	Pieni	

Vastuullisuusluokitusten avulla sijoittajat ja sijoitusneuvojat pystyvät arvioimaan, kuinka perusteellisesti rahastoissa olevat yritykset ovat noudattaneet vastuullisuuden liittyviä kysymyksiä liiketoiminnassaan verrokkiryhmään suhteutettuna. Kuitenkaan Morningstarin tarjoamaa vastuullisuusluokitusta ei tulisi käyttää yksistään päätöksenteossa vaan rinnakkain perinteisten tuottoa, riskiä ja sijoitusten jakautumista mittaavien menetelmien sekä muiden analyysityökalujen kanssa. (Hale 2016.)

3.1.2 Sustainanalytics ESG riskiluokitus

Sustainalytics on maailman johtava palveluntarjoaja ESG ja hallinnointikoodiin liittyvissä tutkimuksissa ja luottoluokituksissa. Yli 25 vuoden ajan Sustainalytics on tehnyt yhteistyötä satojen maailman johtavien instituutionaalisten sijoittajien kanssa, jotka sisällyttävät ESG ja hallinnointitiedot osaksi sijoitusprosessia. Sustainalytics tekee läheistä yhteistyötä eri talousmedioiden ja tutkimuslaitosten kanssa joita ovat Morningstar, Bloomberg, Yahoo Finance sekä FactSet tuodakseen ESG-luokitukset ja analyysit sijoittajien nähtäville maailmanlaajuisesti. (Sustainalytics 2020a.)

Sustainanalytics tukee satoja sijoittajia ympärimaailmaa sekä sen tarjoamat ESG-luokitukset kattavat yli 11 000 yritystä. Vuonna 2018 Sustainanalytics julkaisi seuraavan sukupolven ESG-riskiluokituksen, joka mittaa missä määrin yrityksen yritysarvo altistuu ESG-riskeille. Erityisesti se mittaa yrityksen altistumista toimialakohtaisiin ESG-riskeihin sekä kykyä käsitellä näitä riskejä. (Sustainanalytics 2020b.)

Kokonaisriski		Yrityksen Riski =	Toimialan riski * Beta-kerroin	
		=	8 * 1.5	= 12
Hallittavissa oleva riski		Hallittavissa = oleva riski	Yrityksen riski * MRF	
		=	12 * 90%	= 10.8
Ei hallittavissa oleva riski		Hallitturiski =	Hallittavissa Oleva riski * Johtamisen tulos (%)	
		=	10.8 * 75%	= 8.1
Hallittu riski		Ei hallittavissa = oleva riski	Yrityksen riski - hallitturiski	
		=	12 - 8.1	= 3.9
Hallintaukko				
Hallitsematon riski				

Kuvio 3. Sustainanalytics ESG-riskiluokituksen laskemisen ja tutkimuksen eri vaiheita (Sustainanalytics 2020b).

Kuviossa 3 havainnollistetaan Sustainanalytics riskiluokituksen eri vaiheita arvioitaessa yrityksen riskienhallintaa sekä laskettaessa riskiluokitusta. Yläpalkki kuvastaa yrityksen kokonaisriskin määrää, joka on alempana jaettu hallittavaan sekä hallitsemattomaan riskiin. Hallintaukko kuvastaa yrityksen kykyä käsitellä hallittavaa riskiä sekä heijastuu sen kyvyttömyyteen hallita tätä riskiä. Lopullinen ESG-riskiluokitus lasketaan lisäämällä hallitsemattoman riskin määrä jokaiseen ESG-ongelmaan, joka myös kuvastaa yrityksen yleistä hallitsematonta riskiä. (Sustainanalytics 2020b.).

ESG Riskiluokitus

Olematon	Pieni	Kohtalainen	Korkea	vakava
0-10	10-20	20-30	30-40	40-100

Kuvio 4. Sustainalytics ESG-riskiluokituksen pisteytys (Sustainalytics 2020b).

Kuviossa 4 havainnollistetaan Sustainalyticsin ESG-riskiluokituksen pisteytystä. Riskiluokitus on jaettu viiteen eri asteikkoon, jossa 0-10 kokonaisriski vastaa olematonta riskiä ja yli 40 kokonaisriski vakavaa riskipitoisuutta.

3.1.3 MCSI-vastuullisuusmittaristo

MSCI on yli 40 vuoden kokemus ESG-suorituskyvyn mittaamisessa ja mallinnuksessa. MSCI tarkoitus on auttaa sijoittajia ymmärtämään ESG tarjoamat mahdollisuudet ja riskit sekä integroimaan nämä osaksi portfolion rakentamista ja hallinnoimista. MSCI pyrkii tunnistamaan kunkin toimialan olennaiset mahdollisuudet ja riskit kvantitatiivisen mallinnuksen avulla ja vertaamaan kohdeyritysten kykyyn käsitellä näitä riskejä ja mahdollisuuksia. (MSCI 2019a.)

MSCI arviointityökalu rakentuu kolmen erilaisen ESG-tekijän ympärille, joita ovat ympäristö-, sosiaalinen- sekä hallinnollinen vastuu. Nämä kolme ESG-tekijää käsittävät 10 erilaista pääteemaa joihin liittyy 37 erilaista ESG avaintekijää. Ympäristöllisiä pääteemoja ovat muun muassa ilmastonmuutos, saasteet ja jätteet sekä luonnonvarat, joissa avaintekijöinä voivat olla esimerkiksi uusiutuvien luonnonvarojen hyödyntäminen tai kiertotalouden kehittäminen. Sosiaalisiin pääteemoihin luokituvat tuotevastuut, työvoiman inhimillinen pääoma sekä sidosryhmien tuki. Sosiaalisiin riskitekijöihin voidaan lukea työturvallisuuteen ja hankintaketjun työvoima standardeihin liittyvät riskit. Hallinnollisiin pääteemoihin liittyvät yrityksen

käyttäytyminen sekä hallintotapa, joissa riskitekijöinä korruptio, palkkaus ja yritysetiikka. (MSCI 2019b, 3-4.)

Avaintekijöiden valitsemisen jälkeen, asetetaan tekijöille painoarvot, jotka määrittävät sen osuuden kokonaisluokituksesta. Jokainen avaintekijä käsittää noin 5-30 prosenttia lopullisesta ESG-luokituksesta. Avaintekijöiden painotuksissa otetaan huomioon toimialan vaikutus muihin toimialoihin, negatiiviset ja positiiviset vaikutukset ympäristöön tai yhteiskuntaan sekä riskin tai mahdollisuuden ajallinen toteutuminen toimialalla oleviin yrityksiin. (MSCI 2019b, 5.)

Riskin tai mahdollisuuden odotettu toteutumisaikataulu

		Lyhytaikainen (<2 vuotta)	Pitkäaikainen (5+ vuotta)
Vaikutustaso ympäristöön tai yhteiskuntaan	Toimialalla on merkittävä vaikutus	Korkein painoarvo	
	Toimialalla on vähäinen vaikutus		Pienin painoarvo

Kuvio 5. Avaintekijöiden painoarvojen laskentaperiaate (MSCI 2019b, 5).

Kuviossa 5 käsitteellisesti havainnollistetaan avaintekijöiden painoarvojen laskentaperiaatetta. Avaintekijä, joka luokitellaan korkean painoarvon ja lyhyenaikavälin tekijäksi on kolme kertaa suurempi painoarvo kuin tekijällä, joka on luokiteltu pienen painoarvon ja pitkän aikavälin tekijäksi. (MSCI 2019b, 5.)

MSCI ESG-luokitus mittaa myös yrityksen riskialttiutta sekä riskienhallintaan. Mitä korkeampi on riskin mahdollisuus yritystoiminnassa, sitä laadukkaampaa riskienhallintaa tarvitaan. Korkean riskin yritykset tarvitsevat vahvaa johtamisentasoa kun taas pienemmän riskin yritykset vaatimattomampaa. MSCI laskee jokaisen yrityksen altistumistason keskeisille ESG-riskeille perustuen sen tuottamiin tuotteisiin, yritystoiminnan sijaintiin, riippuvuuteen valtion sopimuksista sekä tuotannon ulkoistukseen. Riskialttius pisteystetään 0-10, jossa arvo 0 edustaa ei alttiutta ja arvo 10 erittäin korkeaa alttiutta. (MSCI 2019b, 5-6.)

MSCI ESG-luokitus ottaa myös huomioon yrityksen kyvyn vastata ESG-tekijöiden tarjoihin mahdollisuuksiin. Mahdollisuuksia arvioidaan samalla tavalla kuin riskienhallintaa 0-10 arvosana-asteikolla. Mikäli yrityksen riskitaso on vähäinen, si-joittuu ongelma-arvo 0-10 asteikon keskivaiheille. Jos yrityksen riskitaso on korkea, mahdollistaa se molemmat niin korkean kuin matalan arvosanan. (MSCI 2019b, 7.)

MSCI ESG-luokitus tarkastelee myös oikeudellisten kiistojen vaikutuksia, jotka voivat aiheuttaa ongelmia yrityksen riskienhallintaan tulevaisuudessa. Kiistatapausta määritellään joko kertaluontoiseksi tai jatkuvaksi tilanteeksi, jossa yrityksen tuot- tamilla tuotteilla tai toiminnoilla on negatiivisia vaikutuksia ESG-tekijöihin. Kiis- tatapausten riskiarvioinnissa otetaan huomioon kiistan vaikutukset yhteiskuntaan tai ympäristöön asteikolla (vähäinen, keskitaso, vakava ja erittäin vakava) sekä vai- kutuksen laajuus (pieni, rajoitettu, mittava ja erittäin mittava). (MSCI 2019b, 8.)

Yrityksen hallinnon arvosanassa käytetään yleistä 0-10 asteikkoa. Hallinnon arvo- sanassa arvioidaan yrityksen palkanmaksua, johtoa, laskennan ja omistukseen liit- tyviä tekijöitä, joista arvosana muodostuu. Arvioinnin alussa jokainen yritys pistey- tetään arvolla 10, josta pistevähennykset tehdään arvioinnin perusteella. (MSCI 2019b, 9.)

Ennen lopullisen luokituksen laskemista, normalisoidaan aiemmin lasketut arvosa- nat toimialakohtaisiksi. MSCI ACWI indeksiä hyödyntämällä muutetaan avaintekijöiden arvositat toimialakohtaisiksi arvositanoiksi kuitenkin pisteytyksen pysy- essä samana. Lopullinen luokitus lasketaan näiden arvositanojen (0-10) ja painotus- ten perusteella. (MSCI 2019b, 10-11.)

Luokitus	Toimialakohtainen mukautettu yritys tulos
AAA	8.6-10.0
AA	7.1-8.6
A	5.7-7.1
BBB	4.3-5.7
BB	2.9-4.3
B	1.4-2.9
CCC	0.0-1.4

Kuvio 6. MSCI:n lopulliset toimialakohtaiset kirjainluokitukset ja pisteytys. (MSCI 2019b, 11.)

Kuviossa 6 havainnollistetaan MSCI kirjainluokitusten pisteytyksiä, jossa korkein mahdollinen arvosana on AAA ja huonoin CCC. Nämä arviot eivät ehdottomasti kuvaa yrityksen suorituskykyä, vaan auttavat vertaamana muihin toimialan yrityksiin. (MSCI 2019b, 11.)

3.2 Yritysten vastuullisuusraportit

Vastuullisuusraportin tarkoitus on kertoa yrityksen toiminnan myönteisistä sekä kielteisistä taloudellisista, sosiaalisista ja ympäristöllisistä vaikutuksista. Vastuullisuusraportti on sekä viestintä- että arviointityökalu, jonka avulla yritys tuo julkisesti esiin liiketoiminnan vaikutukset ympäristöön ja eri sidosryhmiin sekä tiedot asetetuista vastuullisuustavoitteista ja näistä suoriutumisesta. (Vastuullisuusraportti.fi.)

Vastuullisuusraportointi oli Suomessa pitkälti vapaaehtoista ennen vuoden 2016 lopussa hyväksyttyä lakimuutosta, joka velvoittaa tietyntylaisia yhtiöitä sisällyttämään toimintakertomukseen selvityksen muista kuin taloudellisista tiedoista. Kirjanpitolain 3a:1 ja 2 § mukaisesti yleisen edun kannalta merkittävien yhteisöjen, joiden palveluksessa työskentelee keskimäärin yli 500 henkilöä tilikauden aikana, on sisällytettävä toimintakertomukseen selvitys muista kuin taloudellisista tiedoista. Selvityksessä on käytävä ilmi, miten yritys huolehtii henkilö- ja ympäristöasioista, sosiaalisista asioista, korruption ja lahjonnan ehkäisemisestä sekä ihmisoikeuksien

kunnioittamisesta. Raportissa tulee myös antaa lyhyt kuvaus yrityksen liiketoimintamallista, toimintaperiaatteista sekä tuloksista ja kertoa liiketoimintaan liittyvistä riskeistä ja näiden hallinnasta.

Lakimuutos pohjautuu (2014/95/EU) direktiiviin, jonka tavoitteena on auttaa sijoittajia, kuluttajia, päätöksentekijöitä sekä muita sidosryhmiä arvioimaan yrityksen ei-taloudellisia tuloksia ja kannustaa yrityksiä kehittämään vastuullisempaa lähestymistapaa liiketoimintaansa. Direktiivi edellyttää sisällyttämään ei-taloudelliset tiedot toimintakertomukseen vuoden 2017 tilinpäätöksen raportoinnissa. (European Commission.) Vastuullisuusraportin laadinta on varsin joustavaa, vaikka lainsäädäntö velvoittaaakin edellä mainittujen tietojen esittämistä, voivat yrityksen kuitenkin päättää missä muodossa tiedot esitetään. Yritykset voivat hyödyntää useita eri raportointiohjeita kuten, GRI kestävän kehityksen raportointi-standardit, OECD:n ohjeet monikansallisille yrityksille, YK:n Global Compact COP (communication on progress) sekä ISO 26000 kansainvälinen sosiaalisen vastuun standardi. Yritykset voivat antaa selvityksen osana toimintakertomustaan, erillisenä selvityksenä tai kansainvälisen raportointistandardeihin perustuvana erillisraporttina. (TEM; GRI)

Vastuullisuusraportit koostuvat sekä laadullista että numeerista tiedoista joita voidaan käyttää analyysin tukena. Numeerisen tiedon kannalta on kuitenkin hyvä tiedostaa, että tunnuslukujen esittämiseen ei ole määritelty standardoitua tapaa vaan niihin vaikuttavat yritysten tekemät oletukset ja valinnat vertailuvuosista, tietojen kattavuudesta sekä esimerkiksi mallinnuksiin käytetyt päästökertoimet. Suuret listatut yhtiöt yleensä käyttävät ulkopuolisia palveluntarjoajia vastuullisuusraporttien laatimiseen esimerkiksi, tilintarkastajien tai konsultointiyritysten toimesta, mikä ei kuitenkaan takaa julkaisujen täydellistä luotettavuutta. (Silvola ym. 2019, 102.)

4 TUTKIMUKSEN EMPIIRINEN OSUUS

Tässä luvussa käsitellään tutkimusmenetelmää, tutkimuksen toteutusta, aineiston keruuta sekä esitellään tutkimuksessa hyödynnettävää tutkimusmetodia. Luvussa esitellään tutkimuksessa käytetyt rahastot sekä perustellaan rahastojen valintaan vaikuttavia tekijöitä. Luvussa kerrotaan myös, miten aineiston keruu on tapahtunut.

4.1 Tutkimusmenetelmä

Tutkimuksessa on käytetty laadullista eli kvalitatiivista tutkimusmenetelmää. Laadullinen tutkimus mahdollistaa tutkimuskohteena olevan ilmiön syvällisemmän ymmärtämisen ja mahdollistaa ilmiön rikkaan ja syvällisen selittämisen ja kuvaamisen. Ilmiön ominaisuuksia, laatua ja lähtökohtia pyritään kuvaamaan mahdollisimman kokonaisvaltaisesti. Laadullisen tutkimuksen lähtökohtana onkin todellisen elämän kuvaaminen, joka sisältää ajatuksen todellisuuden moninaisuudesta. (Hirsjärvi, Remes & Sajavaara 2008, 157; Kananen 2017, 35)

Laadullista tutkimusta käytetään usein silloin kun, ilmiötä ei tunneta tai siihen ei ole saatavilla teorioita, jotka selittäisivät tutkittavaa ilmiötä. Yleensä mitä vähemmän ilmiöstä tiedetään, sitä todennäköisemmin tutkimus suoritetaan kvalitatiivisena. Jos aineistonkeruu vaiheessa voitaisiin laatia yksityiskohtaisia kysymyksiä, ei kysymyksessä olisi enää laadullinen vaan määrällinen tutkimus. (Kananen 2017, 33.) Vaikka vastuullista sijoittamista on jossakin määrin ollut jo monta sataa vuotta, on sen merkittävimmät teoriat julkaistu vasta viimeisen parin vuosikymmenen aikana. Vastuullisten rahastojen todellisesta vastuullisuudesta ei ole olemassa vielä syvällistä yhtenäistä näkemystä tai kuvausta, joka selittäisi täysin tutkittavaa ilmiötä. Nämä tekijät ovat johdattaneet laadullisen tutkimusotteen käyttämiseen tässä tutkimuksessa (Kananen 2017, 33).

Tutkimukseen liittyy olennaisesti tutkimuksen luottavuuden arviointi. Tutkimuksen luottavuuden arviointi on välttämätöntä koko tutkimusprosessin ajan. Laadullisen tutkimuksen luotettavuus on sen tutkijan arvioinnin ja näytön varassa. Tieteellisen tutkimuksen luotettavuuden arviointiin käytetään kahta luotettavuusmittaria. Nämä

mittarit ovat reliabiliteetti eli luotettavuus sekä validiteetti eli pätevyys. (Kananen 2017, 173-176.)

Tutkimuksen luotettavuus eli reliabiliteetti tarkoittaa tutkimuksen tulosten pysyvyyttä eli tutkimuksen kykyä antaa ei-sattumanvaraisia tuloksia sekä mittaustulosten toistettavuutta. Tutkimuksen luotettavuus voidaan todeta eri tavoilla. Jos tutkimuksen suorittaa kaksi eri arvioijaa, jotka päätyvät samaan lopputulokseen, voidaan tulosta pitää luotettavana. Tutkimuksen pätevyydellä eli validiteetilla tarkastellaan mittarin tai tutkimusmenetelmän kykyä mitata sitä, mitä tutkimuksessa on tavoitteena mitata. Tutkimuksen validiteettia käytetään usein jo tutkimuksen alkuvaiheessa tutkimusasetelman suunnittelussa. (Hirsjärvi ym. 2008, 226-228.)

Opinnäytetyö suoritetaan laadullisena vertailevana tutkimuksena, joka keskittyy tutkimuksen kannalta oleelliseen kirjallisuuteen, kuten tieteellisiin artikkeleihin, ja alan kirjallisuuteen sekä empiirisen dataan, joka on koottu eri palveluntarjoajien sivuilta. Tutkimusmenetelmän valintaa tukee opinnäytetyöni aihe, jonka tarkoitus on tutkia ESG-rahastojen strategioiden ja vastuullisuuden toteutumista. Tutkimuksessa esitellään myös työkaluja vastuullisuuden arvioimiseen sekä käsitellään vastuullisen sijoittamisen keskeisimpiä haasteita sijoittajan näkökulmasta

4.2 Tutkimuksen toteutus ja aineistonkeruu

Tutkimus toteutetaan laadullisena vertailevana tutkimuksena, jossa hyödynnetään sekundääriaineistoa. tutkimuskohteiksi valittujen rahastojen strategioiden ja vastuullisuuden toteutumista tarkastellaan rahastokohtaisesti ja yrityskohtaisesti. Rahastokohtaisella tarkastelulla tarkoitetaan rahastoissa olevien yritysten, sijoitusstrategioiden sekä vastuullisuusluokitusten analysointia että vertailua. Tutkimus alkaa tutkimusongelman määrittämisellä ja valittujen rahastojen valinnalla. Valittujen rahastojen perusteella kerätään aineistoa tutkimusongelman ratkaisemiseksi sekä tutkimustavoitteen saavuttamiseksi.

Laadullisessa tutkimuksessa aineistonkeruussa hyödynnetään aineiston kylläisyyteen ja riittävyteen viittaavaa saturaatio käsitettä. Saturaatio käsitteellä viitataan ajattelutapaan, jossa tutkija alkaa kerätä tutkimusaineistoa päättämättä etukäteen,

kuinka montaa eri tapausta tutkimuksessa loppujen lopuksi tutkitaan. Laadullisessa tutkimuksessa aineistonkeruu seuraa kaikkia tutkimuksen vaiheita ja aineistoa kerätään niin paljon, kunnes tutkimusongelma ratkeaa ja tutkija saa syvällisen ymmärryksen tutkittavasta ilmiöstä. Laadullisessa tutkimuksessa aineistonkeruumenetelmät vaihtelevat tutkimusotteittain, kuitenkin yleisimmin käytetyt menetelmät ovat havainnointi, haastattelut ja dokumentit. (Eskola & Suoranta 1998,15; Hirsjärvi, Remes & Sajavaara 2008, 177; Kananen 2015, 71,81.)

Opinnäytetyön tutkimusaineisto koostuu kirjallisesta aineistosta, joka muodostuu tieteellisistä artikkeleista ja alan kirjallisuudesta sekä sähköisestä materiaalista, kuten erilaisten palveluntarjoajien ja tutkimuslaitosten verkkosivut. Tutkimuksessa hyödynnettävää dataa kerätään MSCI, Morningstarin, yourSRI sekä Yahoo financen verkkosivuilta.

4.3 Sisällönanalyysi tutkimusmetodina

Jotta tutkimuksessa hyödynnettävien aineistojen keskeisimmät havainnot saadaan erotelluksi tutkimuksen tuloksista, tarvitaan selkeä tutkimusmetodi. Metodi muodostuu käytännöistä ja operaatioista, joiden kautta saadaan aikaan havaintoja, sekä säännöistä joiden mukaisesti voidaan havaintoja edelleen muokata ja tulkita. Valitun metodin täytyy olla yhdenmukainen tutkimuksen teoreettisen viitekehyksen kanssa. (Alasuutari 2011, 63.) Tutkimuksessa on tarkoituksena hyödyntää menetelmänä sisällönanalyysia. Sisällönanalyysin menetelmässä tarkoituksena on luoda tutkittavasta ilmiöstä tiivistetty ja yleisessä muodossa oleva kuvaus.(Tuomi, J. & Sarajärvi, A. 2018).

Sisällönanalyysilla pystytään tarkastelemaan dokumentteja systemaattisesti ja objektiivisesti. Dokumentteina voidaan käyttää esimerkiksi artikkeleita, kirjoja, raportteja ja kirjeitä. Menetelmä soveltuu myös täysin strukturoimattomankin aineiston käsittelyyn. Sisällönanalyysi on tutkimusmenetelmänä tekstianalyysia. Sisällönanalyysista voidaan puhua niin sisällönanalyysina kuin sisällön erittelyinä. Sisällön erittelyssä pyritään kuvaamaan dokumenttien sisältöä kvantitatiivisin menetelmin, kun taas sisällönanalyysissa pyritään dokumentin kuvaamiseen sanallisesti.

Sisällönanalyysi voidaan jakaa kolmeen eri lähestymistapaan: aineistolähtöinen, teorialähtöinen ja teoriaohjaava sisällönanalyysi. (Tuomi & Sarajärvi 2018.)

Tässä tutkimuksessa lähestymistapa on aineistolähtöinen sisällönanalyysi. Aineistolähtöisessä sisällönanalyysissä yhdistellään eri käsitteitä, jotta tutkimuskysymykseen saadaan vastaus. Analyysi perustuu päättelyyn ja tulkintojen tekemiseen, jossa edetään empiirisestä aineistosta kohti käsitteellisempää näkökulmaa tutkittavasta ilmiöstä. (Tuomi & Sarajärvi 2018.)

4.4 Rahastosijoittaminen ja tutkimuskohteiden valinta

Rahastot ovat erilaisiin arvopapereihin sijoittavia rahastoja, joiden omistajina toimivat rahasto-osuuksia omistavat sijoittajat. Rahastoon sijoittaneet sijoittajat, säätiöt ja yhteisöt omistavat rahastoa siinä suhteessa, mitä ovat siihen kaikkiaan sijoittaneet. (Kallunki ym. 2019, 116).

Rahastoyhtiö ja rahastonhoitaja sijoittavat vahvistetun sijoituspolitiikan mukaisesti rahaston varoja joukkolainoihin, rahamarkkinainstrumentteihin, osakkeisiin ja muihin arvopapereihin. Rahastoyhtiö hallinnoi sijoitusrahaston käytännön salkunhallinnan- ja taloushallinnon tehtäviä. Yksittäisen rahasto-osuuden arvo lasketaan rahaston kokonaisarvon perusteella. Rahaston varallisuus on siihen sijoittaneiden osuudenomistajien omaisuutta, eikä niitä voida käyttää rahastoyhtiöiden vastuiden kattamiseen esimerkiksi, maksukyvyttömyys- ja konkurssitilanteissa. (Kallunki ym. 2019, 116).

Sijoitusrahastolain mukaisesti rahastot jaetaan kahteen pääryhmään: Sijoitusdirektiivin mukaisiin sijoitusrahastoihin ja vaihtoehtorahastoihin. Rahastot voidaan ryhmitellä sijoituskohteiden perusteella lyhyen ja pitkän koron rahastoihin, yhdistelmärahastoihin ja osakerahastoihin. (Kallunki ym. 2019, 119-125).

Tähän opinnäytetyöhön rahastojen valinta on rajattu käsittelemään Suomessa ostettavissa olevia rahastoja eri rahastoyhtiöiden välittämänä kuten pankkien ja sijoituspalveluyritysten.

Taulukko 2. Opinnäytetyössä tutkittavat rahastot

RAHASTOT
Pohjoismaiset Tähdet BP, Nordea Investment Funds S.A
Eurooppalaiset Tähdet BP, Nordea Investment Funds S.A
Fondita Sustainable Europe B, Fondbolaget Fondita AB
Handelsbanken Eurooppa Teema, Svenska Handelsbanken AB
OP-Ilmasto, OP-Rahastoyhtiöt Oy
OP-Kestävä Maailma, OP-Rahastoyhtiöt Oy
Seligson & Co Phoebus A, Seligson & Co Rahastoyhtiöt Oyj

Taulukossa 2 on listattu opinnäytetyössä tutkimuksen kohteena olevat rahastot. Pankkien ja rahastoyhtiöiden rahastovalikoimasta on poimittu tutkimuksen kohteista rahastoja, jotka täyttävät vastuullisen rahaston kriteerit sekä ovat ostettavissa Suomessa. Tutkimuksessa ei ole tarkoitus tutkia, jokaisen pankin tai rahastoyhtiön tarjolla olevia vastuullisia rahastoja vaan kohdistaa tutkimus pientä osaa kohtaan. Rahastoja tarjoavia pankkeja ovat muun muassa Nordea, Osuuspankki sekä Handelsbanken. Fondita ja Seligson ovat tunnettuja itsenäisiä rahastoyhtiöitä, jotka tarjoavat erilaisia sijoittajille erilaisia rahastokokonaisuuksia.

4.4.1 Tutkittavien rahastojen ESG-strategiat

Tässä kappaleessa tarkoituksena on tutkia ESG-strategioiden toteutumista valituissa rahastoissa. Strategioiden valintaan vaikuttaa rahastoyhtiön valitsema sijoituspolitiikka, johon vaikuttavat tavoitteet, sijoitusvarallisuuden määrä, vastuullisuusperiaatteet sekä käytettävät taloudelliset resurssit vastuulliseen sijoittamiseen. Valitun sijoitusstrategian täytyy olla rahastoyhtiön yleisen sijoitusstrategian kanssa yhtenäinen, jolloin se liittyy sujuvasti osaksi jokapäiväistä sijoitustoimintaa (Finsif 2020).

Pohjoismaiset tähdet BP on Nordea Investment Funds S. A:n hallinnoima rahasto, joka kuuluu Nordea-konserniin. Pohjoismaiset tähdet on osakerahasto, joka sijoittaa nimensä mukaisesti pohjoismaisiin osakemarkkinoihin. Rahastoa hallinnoidaan aktiivisesti ja rahaston osakevalinta perustuu taloudellisiin tekijöihin ja analyysihin, siitä kuinka hyvin yritykset pystyvät hallitsemaan yhteiskuntaan, ympäristöön ja hyvään hallintotapaan sisältyviä riskejä ja sen tuottamia mahdollisuuksia. (Pohjoismaiset Tähdet BP avaintietoesite, 2019).

Eurooppalaiset tähdet BP on myös Nordea Investment Funds S. A:n hallinnoima rahasto. Eurooppalaiset tähdet on osakerahasto, joka sijoittaa pääasiassa eurooppalaisten yritysten osakkeisiin. Rahaston osakevalinnoissa painotetaan sijoituskohteiden kykyyn hallita yhteiskuntaan, ympäristöön sekä hyvään hallintotapaan liittyviä riskejä mahdollisuuksia yhdessä taloudellisen analyysin kanssa. Yritykset, jotka pystyvät rakenteellisesti ja ennakoivasti hallitsemaan näitä kysymyksiä sekä kehittämään yhtiötä taloudellisesti houkuttelevasta näkökulmasta, ovat rahastolle varteenotettavia sijoituskohteita. (Eurooppalaiset tähdet BP avaintietoesite, 2019).

Nordea hyödyntää molempien rahastojensa sijoituskohteiden valinnassa neljää eri vastuullisen sijoittamisen strategiaa, jotka ovat aktiivinen omistajuus ja vaikuttaminen, normipohjainen seulonta, negatiivinen seulonta sekä suosiminen. Aktiivisen omistajuuden ja vaikuttamisen avulla Nordea pyrkii vaikuttamaan yritysten vastuullisuusasioihin, äänestämällä yhtiökokouksissa sekä vaikuttaminen yhtiöön yhdessä muiden sijoittajien kanssa. Vuosittaisen normipohjaisen seulonnan avulla pyritään tunnistamaan yhtiöt, jotka katsotaan olevan mukana tai rikkoneen kansainvälisiä lakeja ja normeja niin ympäristönsuojelussa, korruptiossa ja ihmisoikeuksissa. Rahasto pyrkii negatiivisen seulonnan avulla, sulkemaan pois sijoituksia yhtiöihin jotka ovat mukana aseellisuudessa, kuten rypälepommien, kemiallisten- ja biologisten aseiden sekä ydinaseiden tuotannossa. Rahasto poissulkee myös sijoitukset yrityksiin, jotka ovat mukana fossiilisten polttoaineiden tuotannossa. (Nordea Asset Management, 2019; Pohjoismaiset Tähdet BP avaintietoesite, 2019).

Fondita Sustainable Europe B on Fondita rahastoyhtiön hallinnoima osakerahasto, joka sijoittaa varojaan EU-maissa, Sveitsissä, Iso-Britanniassa sekä Norjassa

julkisesti noteerattuihin yhtiöihin, jotka ottavat huomioon toiminnassaan kestävän kehityksen periaatteet. Osakerahastoa hallinnoidaan aktiivisesti ja osakevalinnoissa keskitytään sellaisten yhtiöiden valitsemiseen, jotka pyrkivät tuotteidensa ja palveluidensa kautta minimoimaan CO₂ päästöjä sekä mahdollistavat luonnonvarojen tehokkaamman hyödyntämisen. Valinnoissa painotetaan myös yhtiöiden kannattavuutta, hyviä tulevaisuuden näkymiä, taseen vahvuutta sekä vahvaa ja kestäväää markkina-asemaa. (Fondita 2020a; Fondita Sustainable Europe avaintietoesite.)

Fondita hyödyntää sijoituskohteiden valinnassa kahta eri vastuullisen sijoittamisen strategiaa: suosimista ja ESG-integroimista. Fondita ei sulje toimialoja pois, vaan pyrkii suosimaan sellaisia yrityksiä, joiden tuotteet ja palvelut ovat vastuullisesti ja kestävästi tuotettuja. Rahastonhoitaja käy aktiivista vuorokeskustelua analyytikkojen, yritysjohtajien ja erilaisten markkinatoimijoiden kanssa sekä hyödyntää analyytikkojen julkaisemia analyysejä, esimerkiksi kohdeyhtiön vastuullisuusraportteja. Fondita ei varsinaisesti hyödynnä aktiivista omistajuutta ja vaikuttamista sijoituskohteiden valinnassa ja hallinnoinnissa. Fondita ei pääsääntöisesti osallistu yhtiöiden järjestämiin yhtiökokouksiin aktiivisesti, mutta tarpeen vaatiessa se pyrkii vaikuttamaan yrityksiin, mikäli se havaitsee esimerkiksi vastuullisuuden periaatteiden tai osakkeenomistajien tasavertaisuuden rikkomista. (Fondita, 2020a; Fondita, 2020b.)

Handelsbanken Eurooppa Teema on Handelsbanken Fonder AB tarjoama aktiivisesti hallinnoitu osakerahasto, joka sijoittaa pääosin Euroopan osakemarkkinoille. Rahaston pääasiallisena sijoitusstrategiana käytetään temaattista sijoitusstrategiaa. Temaattisessa sijoitusstrategiassa hyödynnetään tarkoin valittua sekä analysoitua sijoitusteemaa, jonka pohjalta sijoitettavat yritykset valitaan. Erilaisia teemoja ovat esimerkiksi ympäristö, demografia ja tuottavuus. Rahaston sijoituspolitiikassa noudatetaan kansainvälisiä sääntöjä ja normeja liittyen ympäristöön, sosiaaliseen vastuuseen ja omistajaohjaukseen. (Svenska Handelsbanken AB 2020a.)

Handelsbanken soveltaa temaattisen sijoittamisen lisäksi kolmea muuta vastuullisen sijoittamisen strategiaa, jotka ovat: poissulkeminen, normipohjainen seulonta sekä aktiivinen omistajuus ja vaikuttaminen. Rahastosta poissuljetaan kokonaan

toimialat, jotka liittyvät tupakan, alkoholin, aikuisviihteen sekä aseiden tuotantoon sekä sellaisia yrityksiä, joiden liiketoiminnassa havaitaan ristiriitoja vastuullisuusperiaatteiden kanssa. Rahastossa olevat sijoituskohteet käydään normipohjaisen seulonnan avulla läpi kaksi kertaa vuodessa ja tavoitteena on havaita yritykset, jotka eivät toimi kansainvälisten sopimusten mukaisesti. Mahdollisten rikkomusten osalta, käynnistetään vuoropuhelu kohdeyritysten kanssa joko yksin tai yhdessä muiden sijoittajien kanssa. Mikäli aktiivisella vuoropuhelulla ja vaikuttamisella ei saavuteta toivottua tulosta, voidaan yritys poissulkea rahastosta pois. Vaikuttamisen lisäksi, Handelsbanken hyödyntää myös aktiivisen omistajuuden lähestymistapaa. Aktiivisen omistajuuden tavoitteena on sijoituskohteen pitkän aikavälin arvonnousu, jonka saavuttamiseksi pyritään äänioikeuden käyttämiseen yhtiökokouksissa sekä vaikuttamalla hallitusnimityksiin. (Svenska Handelsbanken AB 2020b.)

OP-Ilmasto on OP-Rahastoyhtiö Oy:n hallinnoima osakerahasto, joka sijoittaa varansa laajasti eri osakemarkkinoille. Rahasto sijoittaa niin kehittyneille kuin kehittyville osakemarkkinoille pääpainosesti Yhdysvaltain ja Euroopan markkinoilla. Rahaston sijoituspolitiikassa kiinnitetään huomiota kestävän kehityksen periaatteisiin erityisesti ympäristökysymyksien osalta. Rahaston sijoituskohteiksi valitaan yrityksiä, jotka liiketoiminta muodoltaan mukana taistelussa ilmastonmuutosta vastaan muun muassa energiatehokkuuden ja teknologian, vesi- ja jätehuollon sekä kierrätyksen kehittämässä. (OP-Ilmasto avaintietoesite, 2020.)

OP-kestävä Maailma on yhdistelmärahasto, joka sijoittaa varansa osake- ja korkomarkkinoille. Perustilanteessa rahaston varoista puolet on sijoitettu osakkeisiin ja puolet korkoihin, mutta osakepaino vaihtelee 30 prosentin ja 70 prosentin välillä. Rahasto sijoittaa sekä kehittyneille että kehittyville markkinoille sellaisiin yrityksiin, jotka kuuluvat vastuullisuusasioissa toimialansa parhaimmiston. Sijoituskohdeiden vastuullisuuden arviointiin käytetään useita erilaisia mittareita, jotka liittyvät esimerkiksi jätekuormituksen ja saasteiden vähentämiseen, ilmastonmuutoksen torjumiseen, luonnonvarojen kestävämpään käyttöön ja työhyvinvointiin. (OP-Kestävä Maailma avaintietoesite, 2020; OP-Kestävä Maailma.)

OP-Rahastoyhtiön rahastojen vastuullinen sijoittaminen rakentuu viiden eri strategian kautta: ESG-integroimisen, positiivisen ja normipohjaisen seulonnan, poissulkemisen ja aktiivisen omistajuuden avulla. ESG-integroimisen avulla pyritään määrittelemään keskeisimmät vastuullisuustekijät sijoituspäätöksen tueksi, jonka perusteella voidaan esimerkiksi poissulkea toimialoja tai yhtiöitä pois rahastosta tai suosia vastuullisimpia yhtiöitä. OP-rahastoista poissuljetaan toimialat, jotka ovat mukana terveydelle haitallisten tuotteiden tai riippuvuutta aiheuttavien tuotteiden tuotannossa, kivihiilestä riippuvaiset yhtiöt sekä kiistanalaisten aseiden valmistajat. Positiivisessa valinnassa toimialan yrityksiä tarkastellaan vastuullisuusnäkökulmasta, josta vain parhaimmisto voi tulla valituksi rahastoon. Normipohjaisen seulonnan avulla pyritään tunnistamaan yhtiöt, jotka ovat rikkoneet kansainvälisiä normeja ja sääntöjä. Mikäli rikkomuksista epäiltyjen yhtiöiden toimintaan ei pystytä vaikuttamaan, suljetaan ne pois rahastoista. Rahastoihin valittujen yhtiöiden toimintaan pyritään vaikuttamaan aktiivisella omistajuudella. Aktiivisen omistajuuden tarkoituksena on vaikuttaa yhtiön kehitykseen niin taloudellisissa kuin vastuullisuuteen liittyvissä kysymyksissä. (OP-ryhmä; OP Varainhoito, 2019.)

Seligson & Co Phoebus A on Seligson & Co Rahastoyhtiö Oyj:n hallinnoima aktiivinen osakerahasto, joka sijoittaa varansa laadukkaiden yhtiöiden osakkeisiin. Phoebus rahaston sijoitusvalinnoissa painotetaan yrityksen kasvupotentiaalia, kilpailuedun kestävyyttä tulevaisuudessa, johdon kyvykkyyttä, taserakennetta sekä osakkeen arvostuksen perusteella. Phoebus osakerahaston tarkoitus ei ole erikseen olla vastuullinen rahasto. (Seligson & Co Rahastoyhtiö 2020, 29–30.)

Seligson & Co Rahastoyhtiö Oyj ei ole määritellyt erikseen rahastolleen vastuullisen sijoittamisen lähestymistapaa, mutta yhtäläisyyksiä voidaan havaita suosimisen ja niin sanotun toimialansa parhaat- lähestymistavan kanssa. Rahaston sijoituspolitiikka perustuu alan parhaimpien yhtiöiden löytämiseen, joilla yritys on hyvin johdettu, taserakenne on vahva sekä kannattavuus hyvä. Tällaiset yhtiöt myös keskittyvät ESG-tekijöiden huomioimiseen liiketoiminnassaan keskimääräistä paremmin. (Oldenburg, A. 2019.)

4.5 Tutkittavien rahastojen vastuullisuus

Tässä kappaleessa käsitellään vastuullisuuden toteutumista rahastoissa sekä esitellään työkaluja vastuullisuuden varmistamiseksi. Rahastojen vastuullisuuden arvioimiseksi voidaan käyttää eri palveluntarjoajien julkaisemia vastuullisuusluokituksia, analyttikkojen tuottamia vastuullisuusanalyyssejä sekä yhtiökohtaisia vastuullisuusraportteja ja uutisia.

Tässä tutkimuksessa hyödynnetään palveluntarjoajien kuten Morningstar, Sustainalytics ja MSCI tarjoamia vastuullisuusluokituksia niin rahastoista kuin yrityksistä sekä yrityskohtaisia vastuullisuusraportteja. Tutkimuksessa ei ole tarkoitus tutkia jokaisen rahastossa olevan yrityksen vastuullisuusraportteja vaan kohdentaa tarkastelu satunnaisia yrityksiä kohtaan. Vastuullisuusluokitusten lisäksi tarkastellaan rahastojen hiili-intensiteettiä eli rahaston tuottamaa hiilijalanjälkeä. Rahaston hiilijalanjälki lasketaan hiilidioksidipäästöjen määrä suhteutettuna yrityksen liikevaihtoon, jonka jälkeen arvo suhteutetaan osuuteen, jonka rahasto yrityksestä omistaa. Hiilijalanjälki auttaa arvioimaan rahaston taloudellisia riskejä, kuten hiilidioksidipäästöjen hintaa. Rahaston yhteenlaskettu hiilijalanjälki saadaan kaikkien laskettujen osuuksien hiilijalanjälkien summana. Rahastojen vertailuarvoina käytetään MSCI ACWI indeksiä, joka kuvastaa kehittyneiden ja kehittyvien markkinoiden keskiarvoa. Joidenkin rahastojen kohdalla hyödynnetään MSCI tuottamia muita indeksejä kuten MSCI Eurooppa indeksiä. MSCI Eurooppa indeksi kuvaa Euroopan sijoitusmarkkinoiden keskiarvoa. Taulukossa kerrotaan myös Morningstar hiiliriski mittarin tulos sekä fossiilisten polttoaineiden prosenttiosuus rahastossa. Hiiliriskin tarkoitus on kuvata, miten laajalti yhtiön tuotteet ja toiminnot tukevat vähähiilisempään yhteiskuntaan siirtymistä. Fossiilisten polttoaineiden osuus taas kertoo, kuinka monta prosenttia rahaston varallisuudesta on sijoitettu fossiilisia polttoaineita hyödyntäviin yhtiöihin. Mikäli rahaston 12 kuukauden hiiliriski mittarin keskiarvo on alle 10 ja fossiilisten polttoaineiden prosenttiosuus alle 7, voidaan rahastolle myöntää matala hiili- merkintä, joka auttaa rahastojen vertailtavuudessa. (MSCI 2020; Morningstar 2018.)

Vastuullisuuden arvioimisen suurimpia haasteita ovat yhtenäisten ESG ja vastuullisen sijoittamisen standardien ja määritelmien puuttuminen, mikä johtaa eri palveluntarjoajien vastuullisuusluokitusten eroavaisuuksiin. Myös suurin osa saatavilla olevasta ESG datasta on liian huonolaatuista arvioitaessa yrityksen vastuullisuutta. Huonolaatuisella datalla tarkoitetaan saatavilla olevaa julkista tietoa yrityksestä, esimerkiksi saatavilla olevat vastuullisuusraportit. (Merker, C. 2020; State Street Corporation 2018). Näihin haasteisiin pyritään tulevaisuudessa vastaamaan EU:n kestävän rahoituksen toimintasuunnitelmassa, jossa tarkoituksena on yhtenäistää luokitusjärjestelmä, vihreiden joukkovelkakirjojen standardit sekä ilmastovertailuarvot ja ESG-kriteerit. (Euroopan komissio 2019.)

Taulukko 3. Rahastojen vastuullisuus.

	MSCI Pisteytys	MSCI Kirjainluokitus	Morningstar	Hiilijalanjälki CO ₂ -tonnia/ milj. USD (vertailuarvo)	Morningstar Hiiliriskin mittari (Keskiarvo)	Fossiilisten polttoaineiden osuus % (keskiarvo)
Pohjoismaiset tähdet BP	7.9	AA	3/5	36.2 (217.3)	-	-
Eurooppalaiset tähdet BP	7.6	AA	3/5	140.6 (186.5)	5.35 (8.20)	2.37 (9.71)
Fondita Sustainable Europe B	8.2	AA	3/5	142.1 (217.3)	-	-
Handelsbanken Eurooppa teema	7.7	AA	3/5	113.2 (217.3)	5.86 (8.20)	3.92 (9.71)
OP-Ilmasto	6.3	A	3/5	185 (217.3)	9.44 (8.93)	4.08 (5.71)
OP-Kestävä Maailma	8.9	AAA	5/5	96 (217.3)	6.56 (8.54)	0.34 (5.34)
Seligson & Co Phoebus A	6.3	A	5/5	382.3 (217.3)	8.75 (8.89)	6.16 (8.11)

Taulukossa 3 on koottu eri palveluntarjoajien julkaisemat vastuullisuuspisteet- ja luokitukset sekä hiilidioksidi tonnien määrä suhteutettuna rahaston varoihin. Rahastojen vastuullisuusluokitukset perustuvat yrityskohtaisiin vastuullisuusarvosanoihin. Rahastojen hiilijalanjäljet perustuvat laskettuihin yrityskohtaisiin päästöarvoihin. Taulukossa käytettävä rahastokohtainen data on kerätty MSCI, Yahoo Financen, yourSRI sekä Morningstarin internetsivuilta.

4.5.1 Nordean rahastot

Pohjoismaiset Tähdet BP varallisuudesta noin 50 prosenttia on sijoitettu Ruotsissa toimiviin yrityksiin. Loput varallisuudesta jakautuu muihin pohjoismaalaisiin sekä muutamaan Yhdysvaltalaiseen yritykseen. Eurooppalaiset Tähdet BP rahastossa varallisuus jakautuu eri puolille Eurooppaa, joista suurimpina Saksa, Ranska, Sveitsi ja Iso-Britannia. Rahastojen varallisuus jakautuu suhteellisen tasaisesti eri toimialojen kanssa, joihin kuuluu muun muassa teollisuus, rahoitus- ja vakuutustoiminta, terveys- ja sosiaalipalvelut sekä tukku- ja vähittäiskauppa. (Pohjoismaiset tähdet BP; Eurooppalaiset tähdet avaintietoesite 2020.)

Taulukosta 2 voimme havaita eri palveluntarjoajien laatimat vastuullisuusluokitukset Pohjoismaiset - ja Eurooppalaiset Tähdet rahastoille. MSCI määrittelee molemmat rahastot AA- kirjainluokkaan, mikä tarkoittaa rahaston sijoittavan yrityksiin jotka osoittavat vahvaa halua parantaa ympäristöön, sosiaaliseen ja hallintotapaan liittyvien kysymyksien hallintaa liiketoiminnassa. Pohjoismaiset Tähdet rahastokohtainen painotettu keskiarvo on 7.9 ja Eurooppalaiset Tähdet rahaston 7.6. Morningstar luokittelee molemmat rahastot 3/5 arviointiasteikollaan, mikä tarkoittaa keskivertoista vastuullisuutta rahastoissa. MSCI ja Morningstar vastuullisuusluokitukset painottavat eri ESG-kriteereitä arvioinneissa, minkä johdosta arvosanojen tulokset ovat erilaiset. Molemmissa luokituksissa arvioidaan yritysten kykyä hoitaa vastuullisuuteen liittyviä kysymyksiä alan verrokkiryhmään suhteutettuna. MSCI luokittelee molemmat rahastot johtavalle tasolle, kun taas Morningstar keskiverto-tasolle.

Rahastojen hiilijalanjälki luvut perustuvat MSCI:n tuottamiin mittauksiin, jossa kuvataan rahastoissa olevien yritysten viimeisen 12 kuukauden aikana tuottamia hiilidioksidipäästöjä. Luku kertoo rahaston osuuden yrityksen hiilidioksidipäästöistä suhteutettuna rahaston osuuteen yhtiöiden tuotoista. Suluissa on määritelty vertailuarvo, johon rahaston hiilijalanjälkeä verrataan. Pohjoismaiset Tähdet -rahaston hiilijalanjälki on 36.2 tonnia miljoonaa kohden, jossa vertailuarvona on 217.4 tonnia miljoonaa kohden. Eurooppalaiset Tähdet -rahaston hiilijalanjälki on 140.6 tonnia miljoonaa kohden ja rahaston vertailuarvo 186.5 tonnia. Vertailuarvot

perustuvat MSCI ACWI ja MSCI Eurooppa indekseihin. Molempien rahastojen hiili-intensiteetti on vertailuarvoja matalampi, mikä tarkoittaa varallisuuden jakautuvan yrityksiin, jotka pyrkivät hyödyntämään kestävä kehityksen energiaratkaisuja liiketoiminnassa. Molemmat rahastot poissulkevat sijoitukset yrityksiin, jotka ovat mukana fossiilisten polttoaineiden kuten kivihien ja öljyhiekan tuotannossa. Morningstar luokittelee Eurooppalaiset tähdet rahaston hiiliriski mittarilla 5.35 asteikon ollessa 0-100 sekä fossiilisten polttoaineiden osuudeksi 2.37 prosenttia. Molemmat arvot ovat vertailuarvojen alapuolella, minkä vuoksi rahastolle on määritetty matala hiili -merkintä, mikä auttaa rahastojen vertailtavuudessa.

Pohjoismaiset Tähdet rahastossa huomio kiinnittyi ruotsalaiseen Hennes & Mauritz vaateteollisuuden yritykseen. Vaateteollisuuden on usein määritetty tuottavan enemmän kasvihuonepäästöjä, kuin esimerkiksi rahtilaivat ja lentoliikenne yhteensä (Mikkonen 2020). Pikamuoti on yleinen vaateteollisuudessa esiintyvä käsite, jossa tarkoituksena on tehdä lyhyen käyttöajan vaatteita. Pikamuotiteollisuuden yleisimpiä piirteitä ovat nopea vaatteiden kierto sekä ylijäämävaatteiden polttaminen. Useat vaatealan toimijat kuten H&M ovat syyllistyneet ylijäämämallistojensa polttamiseen sekä näin tuottaneet tarpeettomia kasvihuonepäästöjä. (Lehmusvirta 2018).

H&M yrityskohtaiset vastuullisuusluokitukset ovat MSCI asteikolla AA-luokassa ja Sustainalytics riskiluokituksessa tasolla pieni, mutta kiistanalaisten asioiden riski tasolla 3 jossa keskiarvo 1.8. Kiistanalaisten asioiden riskillä tarkoitetaan tapaturmien tai muiden tekijöiden negatiivisia vaikutuksia yrityksen liiketoimintaan, sidosryhmiin tai ympäristöasioihin. MSCI ja Sustainalytics mittaavat yrityksen vastuullisuutta alan verrokkiryhmään suhteutettuna eivätkä arvioi yritystä itsenäisenä kokonaisuutena. H&M on kuitenkin vastuullisuusraporteissaan painottanut pyrkivänsä tuottamaan vaatteensa 100 % kestävästä puuvillasta vuoden 2020 aikana sekä siirtyvänsä täysin kierrätettävään ja kestävien materiaalien käyttöön vuoteen 2030 mennessä. (H&M Group 2018.)

Nestle, Zalando, Louis Vuitton sekä Puma erottautuivat Eurooppalaiset Tähdet rahastosta niiden menneisyyteen liittyvien ristiriitaisten vastuullisuus kysymysten

vuoksi. Jokaisen edellä mainitun yrityksen kohdalla on ollut epäilyjä lapsityövoiman käytöstä sekä epäasianmukaisista työoloista. Sustainalytics määrittelee Zalandon ja Louis Vuitton riskiluokkaan pieni sekä kiistanalaisten asioiden riskipitoisuuden pieneen ja kohtalaiseen. Nestle liiketoiminnan riskipitoisuus oli Sustainalytics mukaan tasolla kohtalainen sekä kiistanalaisten asioiden riskipitoisuus tasolla merkittävä (Yahoo finance). MSCI luokittelee Zalandon luokkaan A, Nestle AA, Puma AAA ja Louis Vuitton A. Pumalla ja Nestlellä on MSCI luokituksen perusteella puutteita toimitusketjun työolojen vastuullisuuden hallinnassa. Louis Vuittonin vastuullisuusriskit löytyvät yrityksen hallinnosta sekä työvoiman kohte- lusta. Zalandon vastuullisuuteen liittyvät riskit liittyvät asiakastietojen hallintaan sekä yrityksen hallinnon toimintaan.

4.5.2 Fondita rahasto

Rahastoyhtiö Fonditan Sustainable Europe B rahaston varallisuus on jakautunut ta- saisesti eri Euroopan maihin. Rahaston varallisuudesta noin 70 prosenttia on sijoit- tettu teollisuuteen ja loput jakautuvat energiaratkaisuihin sekä informaatioteknolo- giaan. Rahaston sijoitusvalinnoissa on pyritty sijoittamaan Eurooppalaisiin laatu- yhtiöihin, jotka huomioivat liiketoiminnassaan kasvihuonepäästöjen minimoimisen sekä luonnonvarojen tehokkaamman käytön. Rahaston suurimpina sijoituskohteina ovat muun muassa suomalainen Neste Oyj, tanskalainen Vestas Wind Systems sekä espanjalainen Siemens Gamesa yhtiöt. (Fondita 2020a.)

MSCI luokittelee Sustainable Europe rahaston luokkaan AA eli johtavalle tasolle ESG riskien huomioimisessa liiketoiminnassaan. Morningstar luokittelee rahaston kolmella maapallolla, mikä tarkoittaa keskivertotasoja. Luokitusten vertailtavuutta heikentää joidenkin yritys kohtaisten luokitusten puuttuminen MSCI kokonais- luokituksesta. Rahaston kasvihuonepäästöt ovat 142.1 tonnia miljoonaa kohden vertailuarvon ollessa 217.4. Rahaston hiili-intensiteetti on reilusti alle asetettua ver- tailuarvoa, joka puoltaa rahaston sijoituspolitiikkaa, jossa tarkoituksena on sijoittaa varallisuuttaan yrityksiin, jotka pyrkivät aktiivisesti vähentämään hiilidioksidipääs- töjä liiketoiminnassaan.

Rahaston kymmenen suurimman sijoituksen yrityskohtaiset MSCI luokitukset ovat väliltä A-AAA, mikä tarkoittaa yritysten hyvää kykyä huomioida ESG tuottamat riskit liiketoiminnassaan. Sustainanalytysin yrityskohtaiset riskiluokitukset sijoituvat keskiverron ja korkean välille, mikä puoltaa Morningstarin arviota rahaston vastuullisuudesta. Esimerkiksi Rational Aktiengesellschaft, Siemens Gamesa sekä Umicore SA arvioidaan Sustainanalytysin yrityskohtaisten luokitusten mukaan korkean riskipitoisuuden yrityksiä liittyen niiden kykyyn hallita ESG-kysymyksiä liiketoiminnassaan.

Siemens Gamesa on yksi maailman johtavista tuuliturbiini- ja uusiutuvan energiantuottajista, joka kuitenkin luokitellaan Sustainanalytysin mukaan todella riskipitoiseksi liiketoiminnaksi vastuullisuusnäkökulmien kannalta. Myös MSCI arvioi Siemens Gamesan vielä vuosi sitten luokkaan BB eli tasolle keskivertainen ESG-riskien huomioimisessa liiketoiminnassaan. Rational Aktiengesellschaftin lyhyemmin tunnettu Rational on yksi Maailman johtavista yhdistelmäunien valmistajista. Rational kohdalla ei MSCI yrityskohtaista vastuullisuusluokitusta ollut saatavilla. Sustainanalytics luokitteli yrityksen liiketoiminnan ESG-riskien näkökulmasta merkittävän riskipitoiseksi. Rationalille on kuitenkin myönnetty useita erilaisia kansainvälisiä sertifikaatteja liittyen kasvihuonepäästöjen aktiiviseen vähentämiseen sekä energiatehokkuuden parantamiseen (Rational 2020).

MSCI ja Sustainanalytics painottavat arvioinneissaan eri kriteereitä, minkä heikentää yhtenäisen analysoinnin tekemistä kyseisten yritysten todellisesta vastuullisuudesta. Yrityskohtaisten vastuullisuusluokitusten puuttuminen myös vaikuttaa vastuullisuusanalysoinnin laatuun sekä rahastojen kokonaisluokitukseen. Yrityskohtaisella tarkastelulla pyritään saamaan laajempi kuva yritysten vastuullisuuksien tasoista, joka auttaa kokonaiskuvan luomisessa.

4.5.3 Handelsbanken rahasto

Handelsbanken Eurooppa teemarahasto sijoittaa varansa pääsääntöisesti Euroopassa toimiviin yhtiöihin. Varallisuus jakautuu eri puolille Eurooppaa toimialoille kuten rahoitus ja kiinteistöt, teollisuus, informaatioteknologia, terveydenhuolto

sekä päivittäistavarat. Rahaston sijoituspolitiikassa hyödynnetään temaattista lähestymistapaa, jossa sijoitukset tehdään tarkoin valitun ja analysoidun sijoitusteeman mukaisesti. Sijoitusteemana voi toimia esimerkiksi tuottavuus, demografia, ympäristö tai elämäntyylit. (Svenska Handelsbanken AB 2020.)

MSCI luokittelee rahaston luokkaan AA eli johtavalle tasolle kun taas Morningstar kolmella maapallolla keskivertotasolle. Luokitusten eroavaisuudet johtuvat eri palveluntarjoajien käyttämistä ESG-tekijöiden painotuksista sekä saatavilla olevasta datasta. Rahaston kasvihuonepäästöt ovat 113.2 tonnia, jossa vertailuarvona käytetään MSCI ACWI indeksiä 217.4. Morningstar hiiliriskimittarin keskiarvo viimeisen 12 kk aikana on 5.86 ja fossiilisten polttoaineiden osuus 3.92 prosenttia. Molempien palveluntarjoajien tuottamat hiilidioksidipäästöjä kuvaavat tunnusluvut kertovat rahaston matalasta hiilijalanjäljestä vertailuarvoihin suhteutettuna.

Rahaston suurimpien sijoitusten yrityskohtaiset vastuullisuusluokitukset sijoittautuivat MSCI arviointiasteikolla pääosin johtavalle tasolle eli kirjanluokkaan AA-AAA. Sustainalytics arvioi yritysten liiketoiminnan riskisyyden tasolle pienikeskiarvoinen. Kiistanalaisten asioiden riskisyyden Sustainalytics kuitenkin arvioi pääosin tasolle kohtalainen-merkittävä, mikä selvästi kertoo rahastossa olevien suurimpien yhtiöiden riskisyydestä, kun arvioidaan erilaisten tapahtumien vaikutuksia yritysten sidosryhmiin, ympäristöön tai yrityksen toimintaan.

Kun tarkastellaan yrityskohtaisia vastuullisuusluokituksia, voidaan todeta selviä eroja eri vastuullisuusluokituksissa. Esimerkiksi tuulivoimaloita valmistava EDP Renovaveis yhtiö luokitellaan MSCI asteikolla tasolle AAA eli korkeimmalle tasolle ESG-asioiden huomioimisessa liiketoiminnassa, kun taas Sustainalytics luokittelee sen riskipitoisuuden merkittäväksi vastuullisuuskysymysten huomioimisessa liiketoiminnassa. Huomioitavaa on yrityksen toimiala, joka keskittyy uusiutuvan energian tuottamiseen. Toinen huomion arvoinen kohde on Veolia Environment, joka on suuri kansainvälinen jäte- ja energiapalveluita tarjoava yhtiö. MSCI luokittelee yrityksen tasolle A, mutta listaa useita vastuullisuuteen liittyviä riskitekijöitä kuten, veden niukkuuden, tuoteturvallisuuden sekä myrky- ja kasvi-

huonepäästöjen vaikutukset liiketoimintaan tulevaisuudessa. Sustainanalytics luokittelee yrityksen korkean ristipitoisuuden yritykseksi vastuullisuusasioiden huomioimisessa sekä arvioi kiistanalaisten asioiden riskin merkittäväksi liiketoiminnassa. Merkittävämpänä riskinä pidetään juuri ympäristöön liittyviä vastuullisuus-kysymyksiä.

4.5.4 OP rahastot

OP rahastoyhtiön tarjoamien OP-Ilmasto sekä OP- Kestävä Maailma rahastojen sijoitusten maantieteellinen jakautuminen on samankaltainen. Molempien rahastojen varallisuudesta noin 40 prosenttia on sijoitettu Yhdysvalloissa toimiviin yrityksiin. OP-Ilmastossa loput varoista on sijoitettu euroalueen, Japanin ja Aasian markkinoille. OP- Kestävä Maailma rahaston loppuvarallisuus jakautuu Euroopassa euroalueen ja euroalueen ulkopuolisille sekä Japanin ja Aasian markkinoille. Rahastojen suurimmat sektoripainotukset sijoituivat teollisuuden, rahoituksen, kiinteistötoimialan, teknologiaan sekä syklisen kulutuksen toimialoihin. (Morningstar 2020a; Morningstar 2020b.)

MSCI luokittelee OP-Ilmasto rahaston A-luokkaan eli keskivertotasolle ja OP- Kestävä Maailman AAA-luokkaan eli korkeimmalle tasolle. Morningstar luokittelee OP-Ilmaston kolmella maapallolla, joka menee MSCI luokituksen tapaan keskivertotasolle. OP-Kestävä Maailma luokitellaan Morningstar asteikolla korkeimmalle tasolle viidellä maapallolla.

OP-Ilmasto rahaston hiilidioksidipäästöt ovat noin 185 tonnia ja OP-Kestävä Maailman 96 tonnia miljoonaa kohden. Molempien rahastojen hiilidioksidiarvot on suhteutettu MSCI ACWI vertailuarvoon 217.4. OP-Ilmaston hiilidioksidipäästöt ovat vain hieman vertailuarvoa pienemmät, kun taas OP-Kestävän Maailman ovat kaksi kertaa pienemmät. Morningstar luokittelee rahaston hiiliriskiksi 9.44 ja fossiilisten polttoaineiden osuudeksi 4.08 prosenttia. Rahaston hiiliriski on hieman Morningstar keskiarvoa 8.93 korkeampi. OP-Kestävä Maailma rahaston hiiliriskin tulos on 6.56 ja fossiilisten polttoaineiden osuus vain 0.34 prosenttia. Rahaston hiiliriskin tulos on selvästi verrokkiryhmän keskiarvoa 8.54 pienempi ja fossiilisten polttoaineiden osuus on melkein luokkansa parhaimmassa.

OP-Kestävän Maailman suurimpien sijoitusten joukkoon kuuluu suuria Yhdysvaltalaisia yhtiöitä kuten Microsoft, Texas Instruments ja Johnson Controls sekä pohjoismaisia toimijoita kuten Elisa Oyj ja Skandinaviska Enskilda Banken. Rahaston suurimpien sijoitusten yrityskohtaiset luokitukset liikkuvat välillä AA-AAA, mikä tukee selvästi MSCI että Morningstar antamaa rahastoluokitusta. Rahastoon valittujen yritysten kyky hoitaa vastuullisuuteen liittyviä kysymyksiä on verrokkiryhmiin verrattuna johtavalla tasolla. Sustainalytics riskiluokitukset sijoittuvat välille pieni ja keskivertoinen. Kiistanalaisten asioiden katsotaan kuitenkin voivan aiheuttaa riskiä yrityksen liiketoiminnalle, koska Sustainalytics määrittelee yritysten kiistanalaiset riskitasot välille keskiverto ja merkittävä. OP-Kestävä Maailma rahastossa olevat yritykset ovat pääsääntöisesti alansa johtavia yrityksiä, jotka näkyvät myös vastuullisuusluokituksissa.

OP-Ilmastossa yrityskohtaisissa luokituksissa on paljon enemmän vaihtelua OP-Kestävän Maailman verrattuna. MSCI luokittelee rahaston kymmenen suurinta yritystä tasoille BB-AAA. Rahaston suurimman sijoituksen Tesla Inc. vastuullisuusluokitus on viimeisen kahden vuoden aikana tippunut tasolle keskiverto. Vastuullisuusluokituksen tippumisen syinä pidetään Tesla Inc. yhtiöön kohdistuvat syytökset kansallisten työsuhteoikeuksien rikkomisesta (Eidelson 2019). MSCI ja Sustainalytics määrittelevät Tesla Inc. merkittävimmitksi ESG-riskeiksi juuri sosiaalisen vastuuseen liittyvät kysymykset. Muiden sijoitusten kohdalla Sustainalytics riskiluokitukset sijoittuvat tasojen pienen ja kohtalaisen välimaaston.

4.5.5 Seligson rahasto

Seligson & Co. rahastoyhtiön Phoebus sijoittaa varansa yrityksiin, jotka toimivat Euroopan ja Pohjois-Amerikan markkinoilla. Suurin osa varallisuudesta noin 65 prosenttia on sijoitettu Eurooppaan ja loput 35 prosenttia Pohjois-Amerikkaan. Rahaston varallisuus jakautuu viiden eri toimialan kesken, jotka ovat teollisuus, teknologia, terveydenhuolto, rahoitus ja kulutustavarat. Suurimmat toimialat ovat teollisuus ja kulutustavarat, jotka kattavat noin 80 prosenttia rahaston varallisuudesta. (Seligson & Co rahastoyhtiöt Oyj 2020.)

Phoebus rahaston MSCI painotettu keskiavo on 6.3, mikä antaa vastuullisuusluokituksiksi A eli keskiverto tasoa. Morningstar luokittelee tosin rahaston viidellä maapallolla, joka tarkoittaa korkeinta tasoa arviointiasteikolla. Erot MSCI ja Morningstarin vastuullisuusluokitusten kesken voidaan selittää puutteellisella ESG-datalla. Esimerkiksi osalla rahastossa olevista yrityksistä ei ole MSCI:n tarjoamaa yrityskohtaistaluokitusta, joka vaikuttaa rahaston kokonaisluokituksen laskemisessa.

Rahaston hiilidioksidipäästöt ovat 382.3 tonnia miljoonaa kohden vertailuarvon ollessa 217.3. Morningstarin hiiliriskin mittarin tulos on 8.75, mikä vain hieman alle 8.89 keskiarvon. Fossiilisten polttoaineiden osuus rahastossa on 6.16 prosenttia, mikä on pari prosenttia alle keskiarvon. Phoebus rahaston hiilidioksidipäästöt ovat selvästi suuremmat kuin muiden tutkimuksen kohteina olevien rahastojen hiilidioksidipäästöt. Selvästi suurempien hiilidioksidipäästöjen syiksi voidaan katsoa rahaston sijoituspolitiikkaa. Rahaston sijoituspolitiikassa ei varsinaisesti hyödynnetä yhtäkään ESG-strategiaa vaan sijoitusvalinnat kohdistuvat laadukkaiden yritysten osakkeisiin, jolla tarkoitetaan vahvan brändin omaavia yrityksiä. Tämä eroaa esimerkiksi muiden tutkimuksen kohteina olevien rahastojen kanssa, joissa tietynlaisia toimialoja poissuljetaan rahastoista pois, kuten fossiilisten polttoaineiden tuotannossa mukana olevat yhtiöt.

Rahaston sijoituksista löytyy tunnettuja suomalaisia ja ulkomaalaisia toimijoita kuten Fortum Oyj, Sandvik AB, Deere & CO, Konecranes Oyj sekä Harley-Davidson Inc. Monet rahastossa toimivista yrityksistä voidaan katsoa oman toimialansa johtaviksi yrityksiksi. Esimerkkeinä tästä ovat suomalainen Fortum, joka on yksi pohjoismaiden johtavista energiayhtiöistä, Konecranes, joka on nostolaitevalmistuksen johtavia yhtiöitä sekä ruotsalainen Sandvik, kaivos- ja urakointiteollisuuden johtavia yhtiöitä. Rahaston yrityskohtaiset MSCI vastuullisuusluokitukset pyörivät tasolla A niin kuin rahaston kokonaisluokitus sekä Sustainalyticsin luokitukset tasolla pieni. Kiistanalaisten asioiden riskit katsotaan rahaston sijoituskohteissa olevan keskitasolla.

5 JOHTOPÄÄTÖKSET

Tämän opinnäytetyön tarkoitus oli selvittää tutkimuskohteiksi valittujen rahastojen käyttämät ESG-strategiat sekä kuinka vastuullisuus toteutuu kyseisissä rahastoissa. Opinnäytetyössä tuotiin myös esille työkaluja vastuullisuuden selvittämiseksi ja analysoimiseksi sekä tähän liittyviä keskeisimpiä haasteita. Seuraavissa kappaleissa tarkoituksena on tuoda esille tutkimuskysymyksiin liittyvät keskeisimmät havainnot. Luvussa käsitellään myös tutkimuksenprosessia, tutkimuksen luotettavuutta sekä jatkotutkimusmahdollisuuksia.

5.1 Keskeiset tulokset

Opinnäytetyön yhdeksi tutkimuskysymykseksi oli määritelty:

1. Miten ESG-strategiat toteutuvat tutkimukseen valituissa vastuullisissa rahastoissa?

Taulukko 4. Rahastojen ESG-strategiat

	Pohjoismaiset tähdet BP	Eurooppalaiset Tähdet BP	Fondita Sustainable Europe B	Handelsbanken Eurooppa Teema	OP-ilmasto	OP-Kestävä maailma	Seligson Phoebus A
ESG-integroiminen			X		X	X	
Poissulkeminen	X	X		X	X	X	
Suosiminen	X	X	X	X	X	X	
Normipohjainen seulonta	X	X		X	X	X	
Aktiivinen omistajuus ja vaikuttaminen	X	X		X	X	X	
Vaikuttavuussijoittaminen							
Temaattinen sijoittaminen				X			

Taulukossa 4 havainnollistetaan rahastoissa käytettäviä ESG-strategioita. Phoebus rahastoa lukuun ottamatta, jokaisessa rahastossa käytetään vähintään kahta eri

ESG-strategiaa. Rahastoissa selvästi eniten käytetyt vastuullisen sijoittamisen strategiat olivat suosiminen, poissulkeminen, normipohjainen seulonta sekä aktiivinen omistajuus ja vaikuttaminen. Vaikuttavuussijoittamista ei hyödynnetty yhdessäkään tutkimuksen kohteena olevissa rahastoissa ja temaattista sijoittamista ainoastaan Handelsbanken Eurooppa teemarahastossa. ESG-integroimista hyödynnettiin virallisesti kahdessa eri rahastossa. Phoebus rahaston sijoituspolitiikassa voitiin nähdä yhtäläisyyksiä ESG-integroinnin sekä suosimisen kohdalla.

Opinnäytetyön toiseksi tutkimuskysymykseksi oli määritelty:

2. Miten vastuullisuus toteutuu tutkimukseen valituissa rahastoissa?

Rahastojen vastuullisuuden toteutumisen arvioimisessa käytettiin eri mittareita, kuten palveluntarjoajien vastuullisuusluokituksia ja rahaston hiilidioksidipäästöjä kuvaavia tunnuslukuja. Vastuullisuusluokituksissa hyödynnettiin MSCI:n ja Morningstarin tuottamia luokituksia. MSCI luokittelee rahastot kirjanluokituksella välille AAA-CCC, jossa AAA vastaa korkeinta luokitusta. Morningstar luokittelee rahastot asteikolla 1-5, jossa 5 vastaa korkeinta vastuullisuusarvosanaa. Hiilijalanjälkeä kuvaavia mittareita olivat MSCI:n keräämät rahaston yhteenlasketut hiilidioksidipäästöt suhteessa sijoitettuihin varoihin ja Morningstarin hiiliriskin ja fossiilisten polttoaineiden osuuksia kuvaavat mittarit.

MSCI:n alin luokitus tutkimuksen kohteina olleiden rahastojen kohdalla oli A, mikä vastaa keskivertoista tasoa yritysten kyvystä huomioida ESG-riskit ja mahdollisuudet liiketoiminnassaan. Rahastoista viisi oli luokiteltu AAA ja AA, jotka sijoittuvat MSCI asteikolla korkeimmalle eli ”johtavalle” tasolle. Morningstarin alin luokitus rahastoille oli 3/5, mikä tarkoittaa keskivertoista tasoa, kun analysoidaan rahaston kykyä käsitellä vastuullisuuden asettamia haasteita ja riskejä sekä kykyä hyödyntää sen tarjoamia mahdollisuuksia. Seitsemästä tutkimuksen kohteena olleesta rahastosta viidellä oli vastuullisuusluokitus tasolla 3/5 ja kahdella 5/5.

Rahastojen hiili-intensiteetin eli hiilijalanjäljen kuvaamisessa käytettiin MSCI:n keräämiä rahastokohtaisia hiilidioksidipäästöjä sekä vertailuarvoa. Vertailuarvona käytettiin MSCI ACWI sekä MSCI Eurooppa indeksejä. MSCI ACWI indeksissä

hyödynnetään maailman kehittyneiden ja kehittyvien markkinoiden keskiarvoa ja MSCI Eurooppa indeksissä Euroopan markkinoiden keskiarvoa. Rahastojen hiilidioksidipäästöt olivat vertailuarvoja pienemmät poikkeuksena Phoebus A rahasto, jonka hiilidioksidipäästöt olivat lähes kaksinkertaiset indeksiin verrattaessa. Rahastoista selvästi pienimmät hiilidioksidipäästöt aiheuttaa Nordea Pohjoismaiset Tähdet BP, jonka hiilidioksidipäästöt olivat 36.2 tonnia miljoonaa kohden. Seuraavaksi pienimmät hiilidioksidipäästöt tuottaa OP-Kestävä Maailma rahasto, jonka päästöt olivat 96 tonnia miljoonaa kohden. Muiden rahastojen hiilidioksidipäästöt liikkuvat 100–150 tonnin välillä pois lukien Phoebus, jonka päästöt olivat yhteensä 382.3 tonnia miljoonaa kohden.

Tutkimuksessa hyödynnettiin myös Morningstarin mittareita kuvaamaan rahastojen hiiliriskiä ja fossiilisten polttoaineiden osuutta. Rahastojen hiiliriskin ja fossiilisten polttoaineiden osuuksia verrattiin suhteessa globaaleihin verrokkirahastojen keskiarvoihin. Tutkimuksen kohteina olleiden rahastojen hiiliriski oli pääasiallisesti alle verrokkirahastojen keskiarvon pois lukien OP-Ilmasto, jonka hiiliriskin arvo oli 9.44 keskiarvon ollessa 8.93. Fossiilisten polttoaineiden osuudet olivat kohde-rahastoissa alle verrokkirahastojen keskiarvon. OP-Kestävä Maailma rahaston fossiilisten polttoaineiden osuus oli vain 0.34 prosenttia, mikä on selvästi pienin, kun verrataan muihin tutkimuksessa olleisiin rahastoihin. Muiden rahastojen fossiilisten polttoaineiden osuudet olivat 2- 6 prosentin väliltä.

Opinnäytetyölle oli myös määritelty kaksi alakysymystä, joiden tarkoitus on tukea pääkysymysten hahmottamista ja paremman kokonaiskuvan saamista. Ensimmäisen alakysymyksen vastaus saatiin sijoitusanalyysia tehdessä. Ensimmäiseksi alakysymykseksi on määritelty:

- Mitä työkaluja sijoittaja voi käyttää rahastojen vastuullisuuden arvioimiseksi?

Opinnäytetyössä hyödynnettiin eri palveluntarjoajien tuottamia vastuullisuusluokituksia rahastoista sekä rahastoissa olleiden sijoituskohteiden yrityskohtaisia luokituksia. Palveluntarjoajina käytettiin Morningstaria, MSCI:tä ja Sustainanalyysiä.

Opinnäytetyössä käytettiin myös palveluntarjoajien tuottamia hiilijalanjälkeä kuvaavia mittareita, kuten rahaston hiilidioksidipäästöjä, hiiliriskiä ja fossiilisten polttoaineiden osuuksia rahastoissa. Tutkimuksessa käytettiin hyväksi yritysten vastuullisuusraportteja tarkemman yrityskohtaisen vastuullisuus näkökulman rakentamiseksi. Näitä työkaluja sijoittaja pystyy hyödyntämään rahastojen vastuullisuuden arvioimisessa.

Toiseksi alakysymykseksi määriteltiin:

- Mitä haasteita sijoittaja saattaa kohdata sijoittaessaan vastuullisesti?

Jo tutkimuksen alkuvaiheessa oli tullut esille joitakin vastuullisen sijoittamisen haasteita, jotka opinnäytetyöprosessin aikana tulivat selvemmiksi. Ensimmäinen vastuullisen sijoittamisen haaste on vastuullisuuden määrittely. Koska vastuulliselle sijoittamiselle ei ole määritelty yhtenäistä standardia, mikä johtaa eri toimijoiden omakohtaisiin tulkintoihin. Opinnäytetyössä tämä näkyy aineistona käytettävien rahastojen vastuullisuusluokitusten eroissa. Esimerkiksi palveluntarjoajien tuottamat yrityskohtaiset luokitukset poikkeavat toisistaan välillä paljonkin, mikä vaikuttaa myös rahastojen kokonaisluokituksiin. Syy tähän on palveluntarjoajien käyttämät erilaiset metodologiat ja painotukset luokitusten laskemiseen, mikä johtuu yhtenäisten standardien puutteesta.

Toinen merkittävä haaste, jonka sijoittaja voi vastuullisessa sijoittamisessa kohdata on puutteellinen tiedonsaanti ja saatavilla oleva yrityskohtainen data. Tutkittujen rahastojen kohdalla oli joitakin puutteita yrityskohtaisista luokituksista, mikä heikentää rahaston kokonaisluokitusta ja rahaston vastuullisuuden arvioimista. Vastuullisuusraporteista oli vaikea löytää tutkimuksen kannalta olennaista tietoa yrityksen vastuullisuudesta. Vastuullisuusraporttien esittämiseen ei ole määritelty standardoitua tapaa, vaan ne perustuvat yrityksen tekemiin oletuksiin vertailuvuodesta, tietojen kattavuudesta sekä käytettävistä päästökertoimista.

5.2 Pohdinta ja analysointi

Opinnäytetyön tavoitteena oli selvittää miten sijoittaja pystyy varmistamaan rahastojen vastuullisuuden. Tavoitteen saavuttamiseksi oli opinnäytetyöhön määritelty

kaksi pääkysymystä sekä kaksi alakysymystä tukemaan paremman kokonaiskuvan luomiseksi.

Tutkimuksessa hyödynnettävien rahastojen tarjoajina olivat erilaiset pankit kuten Nordea, Osuuspankki ja Handelsbanken sekä itsenäisinä rahastoyhtiöinä Fondita ja Seligson & Co. Jokainen näistä toimijoista oli allekirjoittanut kappaleessa 2.2 esitellyt YK vastuullisen sijoittamisen periaatteet ja liittäneet ne osaksi vastuullista sijoittamistaan.

Rahastoissa esiintyneet ESG-strategiat olivat pääosin samankaltaisia. Seitsemästä rahastosta viidessä käytettiin vähintään neljää eri ESG-strategiaa. Poikkeuksina olivat Fonditan Sustainable Europa rahasto jossa hyödynnettiin vain kahta eri strategiaa sekä Seligsonin Phoebus rahasto, joka ei virallisesti hyödyntänyt yhtäkään ESG-strategiaa, mutta yhtäläisyyksiä pystyttiin havaitsemaan suosimisen ja ESG-integroimisen välillä. Suosituimpien ESG-strategioiden jakauma oli samanlainen kuin kappaleessa 2.4 esitetyn kuvio 2 tulokset. Tutkimuksen perusteella voidaan varovaisesti päätellä normipohjaisen seulonnan suosion kasvaneen kuviossa 2 esitettyjen vuoden 2018 tuloksiin vertailtaessa.

Rahastojen strategioiden analysoinnin yhteydessä pystyttiin varmentamaan myös teoreettisessa viitekehyksessä esitetty toteamus, että rahastoissa käytettävät ESG-strategiat eivät poissulje toisiaan vaan niitä voidaan käyttää rinnakkain tukemassa toisiaan. Esimerkiksi rahastosta voidaan poissulkea tietynlaiset toimialat tai yhtiöt pois sijoitusvalintoja tehdessä. Poissulkemisen jälkeen rahastossa olevat yritykset läpivalaistaan tietyn väliajoin normipohjaisen seulonnan avulla mahdollisten normirikkomuksien varalta ja poissuljetaan rahastosta tarpeen vaatiessa. Normirikkomuksista epäilyihin yrityksiin voidaan ennen poissulkemista vaikuttaa aktiivisella omistajuudella, minkä tarkoitus on aktiivisen vuoropuhelun ja vaikuttamisen avulla saada normirikkomuksista epäillyn yhtiön muuttamaan toimintaansa.

Pankkien ja rahastoyhtiöiden käyttämät strategiat olivat helposti saatavilla, mutta niiden yksityiskohtainen käyttö oli kuvattu suurpiirteisesti. Rahastoista poissuljetujen yhtiöiden listat oli saatavilla joidenkin pankkien ja rahastoyhtiöiden sivuilta, jossa poissulkemisen syyt oli listattu. Handelsbanken oli toimijoista ainut, jonka

sivuilta oli nähtävissä esimerkkejä aktiivisen omistajuuden dialogeista yritysten kanssa. Osuuspankki oli rahastojen tarjoajista ainoa, jonka sivuilta oli mahdollista lukea rahastokohtaisista ESG-analyyseistä, joissa muun muassa kerrottiin rahaston vastuullisuusluokitus sekä hiilidioksidipäästöjen määrä.

Rahastojen vastuullisuuden toteutumisen analysoinnissa käytettiin MSCI:n ja Morningstarin tuottamia rahastokohtaisia vastuullisuusluokituksia että hiilijalanjälkeä kuvaavia mittareita. Tutkimuksessa pyrittiin analysoimaan rahastojen vastuullisuutta kahden eri vastuullisuuskriteerit ja painotuksia käyttävien palveluntarjoajien avulla, paremman kokonaiskuvan luomisessa. Rahastoissa olleiden yritysten analysoinnissa hyödynnettiin myös MSCI että Sustainalycsin yrityskohtaisia vastuullisuusluokituksia. Yrityskohtaisten luokitusten avulla pyrittiin rakentamaan parempaa kokonaiskuvaa rahaston vastuullisuudesta sekä hakemaan mahdollisia syitä, jotka voisivat selittää vastuullisuusluokituksen arvosanaa.

Tutkimuksessa havaittiin rahastojen vastuullisuuden tason olevan vähintään keski-vertaista, kun verrataan eri vastuullisuusluokituksia ja mittareita toisiinsa. Joidenkin rahastojen tapauksissa oli paljon puutteita yrityskohtaisista luokituksista, mikä saattaa vääristää tutkimustuloksia. Tutkimuksessa havaittiin myös ristiriitaisia luokituksia eri yhtiöistä. Esimerkkeinä muutamat uusiutuvan energiaan ja jätehuoltoon keskittyvät yritykset, joiden liiketoiminnat olivat luokiteltu todella riskipitoisiksi vastuullisuuteen liittyvissä kysymyksissä.

Vaikka rahastojen vastuullisuusluokitukset ovat helposti löydettävissä palveluntarjoajien sivuilta, on tärkeää ottaa arvioinnin tueksi myös perinteisiä tuottoa, riskiä ja sijoitusten jakautumista mittaavien menetelmiä sekä muita analyysityökaluja, esimerkiksi vastuullisuusraportteja. Koska eri palveluntarjoajat käyttävät vastuullisuusluokituksia laskettaessa eri painotuksia sekä kriteereitä, voivat luokitusten arvot poiketa toisistaan paljon. Huono vastuullisuusluokitus ei myöskään automaattisesti tarkoita, että rahasto tai yhtiö toimisi vastuuttomasti. Myös korkean vastuullisuusluokituksen omaavat rahastot tai yhtiöt, voivat toimia vastuuttomasti, mikä ei välttämättä tule ilmi analyysistä ja luokituksia tehdessä. Nykypäivän sosiaalisella medially on myös merkittävä vaikutus vastuullisuuden liittyvissä kysymyksissä.

Esimerkiksi erilaiset kansalaisjärjestöt tuovat aktiivisesti esille yritysten liiketoimintaan liittyviä epäkohtia, joita ei kannata sivuuttaa arviota tehdessä. Jokaisen sijoittajan kannattaa kuitenkin päättää ennen sijoittamiseen ryhtymistä, millä kriteereillä lähtee lähestymään vastuullista sijoittamista niin strategian, vastuullisuuden, tuoton kuin tavoitteiden kannalta. On tärkeää selvittää mitä vastuullisuuden liittyvät teemat merkitsevät itselle. Tämän jälkeen on helpompi lähteä erilaisia työkaluja hyödyntämällä arvioimaan rahastovalikoimaa ja löytämään itselleen sopivin vastuullinen rahasto.

Tutkimuksen aikana havaitut haasteet vastuullisen sijoittamisen kohdalla liittyivät vastuullisuuden määrittelyyn, puutteelliseen tiedonsaantiin sekä huonolaatuiseen yrityskohtaiseen dataan. Yhdenvertaisten metodien puuttumisen vuoksi, rahastojen vastuullisuusluokituksissa käytetään erilaisia vastuullisuuskriteereitä ja painotuksia, mikä johtaa erilaisiin vastuullisuusluokituksiin. Tutkimuksessa tuli esille myös yrityskohtaisien vastuullisuusluokitusten eroja. Selvästi suuremmat ja vahvan brändin omaavat yhtiöt saivat keskimäärin parempia luokituksia verrattuna pienempiin yhtiöihin. Jeroen Bosin (2017) mukaan tämä ero näyttäisi pääosin johtuvan pienempien yhtiöiden vähemmistä resursseista tavoitteiden, vastuullisuuspolitiikan raportoinnin suhteen. Luokitusten määräytymiseen vaikuttaa myös verrokkiryhmien luokitukset. Yrityksiä verrataan aina verrokkiryhmään suhteutettuna, joka tarkoittaa vertailua saman toimialan yrityksiin. Rahastojen vastuullisuuksia arvioitaessa, kannattaa luokituksiin suhtautua myös kriittisesti sekä käyttää niitä enemmän valistuneina arvioina oman analyysin ja päätöksenteon tukena.

5.3 Oman tutkimusprosessin arviointi

Opinnäytetyön toteuttaminen oli alusta alkaen mielenkiintoista sekä oppimiskokemuksena nousujohteinen. Aiheen ajankohtaisuus vaati laajojen tutkimusmateriaalien kuten kirjojen sekä artikkeleiden analysointia keskeisimpien käsitteiden ja merkitysten löytämiseksi. Haastavinta opinnäytetyönprosessissa oli juuri löytää laajoista aineistokokonaisuuksista työn kannalta olennaisimmat aineistot. Esimerkiksi vastuullinen sijoittaminen ja ESG mielletään jokseenkin synonyymeiksi, mutta eroavat kuitenkin aikakaudellisesti toisistaan, mitä ei välttämättä ollut aineistoissa

kuvattu. Empiirisessä osuudessa painottui samantapaiset haasteet kuin teoriaosuudessa eli vastuullisen sijoittamisen määritelmä. Tämä näkyi tutkimuksen aineistona käytettyjen rahastojen vastuullisuuksien analysoinnissa. Analysoinnissa hyödynnettävien vastuullisuusluokitusten laskennassa käytettävät painotukset sekä periaatteet erosivat palveluntarjoajien kesken, mikä vaikeutti rahastojen vastuullisuuksien analysointia. Rahastojen analysoinnissa olisi saattanut pienempikin otanta riittää jolloin aikaa olisi ollut enemmän keskittyä rahastoissa olleiden yritysten analysointiin.

Tutkimusprosessi oli kokonaisuutena mukaansatempaava ja opettavainen. Tutkimusprosessi opetti laajojen asiakokonaisuuksien hallintaa sekä niiden suodattamista sellaiseen muotoon, joka palvelee tehtävää tutkimusta. Vaikka tutkimusprosessin aikana eteen tuli haasteita, oli tutkimuksen tekemisessä antoisaa nähdä oman oppimisprosessin vaikutukset työn lopputulokseen. Tutkimuksen tavoite saavutettiin eli tutkimuskysymyksiin löytyi vastaukset.

5.4 Tutkimuksen luotettavuus ja jatkotutkimusehdotukset

Tutkimuksen reliabiliteettiin on pyritty vaikuttamaan, käyttämällä rahastojen analysointiin julkisesti saatavilla olevaa tietoa yhtiöistä sekä palveluntarjoajien tuottamaa dataa. Tutkimuksen kohteina olleiden rahastojen määrä oli tarkoituksella valittu suppea joukko eri pankkien ja rahastoyhtiöiden tarjoamia rahastoja, minkä vuoksi tutkimuksesta ei voida tehdä yleistäviä johtopäätöksiä. Validiteetin kohdalla voidaan todeta, että asetetuille tutkimuskysymyksille saatiin tutkimuksen avulla vastaukset sekä tutkimuksen tavoite saavutettiin.

Opinnäytetyön aiheen valinnassa yksi kriteereistä oli sen jatkotutkimus kelpoisuus. Opinnäytetyössä keskityttiin tutkimaan ja analysoimaan rahastojen vastuullisuutta. Jatkotutkimuksena voitaisiin tutkia vastuullisuuden vaikutukset rahaston tuotto-odotuksiin tai vertailla vastuullisten rahastojen tuottavuutta tavallisiin rahastoihin. Kanasen (2017) mukaan laadullista tutkimusta voidaan käyttää myös esitutkimuksen roolissa, jolloin laadullista tutkimusta käytetään pohjana kvantitatiiviselle tut-

kimukselle. Yhtenä jatkotutkimusehdotuksena voitaisiin näin ollen pitää kvalitatiivista tutkimusta, jossa tutkimuksen pohjana käytettäisiin tätä tutkimusta tai sen aiheita.

LÄHTEET

About sustainability reporting. Viitattu 27.1.2020. <https://www.globalreporting.org/information/sustainability-reporting/Pages/default.aspx>

Alasuutari, P. 2011. Laadullinen tutkimus 2.0. Tampere, Vastapaino.

Alda M. 2020. ESG fund scores in UK SRI and conventional pension funds: Are the ESG concerns of the SRI niche affecting the conventional mainstream? *Finance Research Letters*. In press.

Auer, B.R. and Schuhmacher, F. 2016. Do socially (ir)responsible investments pay? New evidence from international ESG data. *The Quarterly Review of Economics and Finance* 59, 51-62.

Bos, J. 2017. Sustainability Scores for Investment Funds. Viitattu 30.3.2020. <https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/article/cfa-magazine/2017/cfm-v28-n1-13.ashx>

De Colle, S. & York, J. G. (2009) Why Wine is not Glue? The Unresolved Problem of Negative Screening in Socially Responsible Investing. *Journal of Business Ethics* 85, 1, 83-95

Deutsche Bank AG 2019. Deutsche Bank integrates ESG data in company research as demand for responsible investment solutions accelerates. Viitattu 13.1.2020. https://www.db.com/newsroom_news/2018/deutsche-bank-integrates-esg-data-in-company-research-as-demand-for-responsible-investment-solutions-accelerates-en-11573.htm

Eccles, N.S. & Viviers, S. 2011. The Origins and Meanings of Names Describing Investment Practices that Integrate a Consideration of ESG Issues in the Academic Literature. *Journal of Business Ethics* 104(3):389–402.

Eidelson, J. 2019. Tesla Labor Practices and Musk Tweet Broke the Law, Judge Rules. Viitattu 18.3.2020. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2019-09-27/tesla-committed-unfair-labor-practices-nlrb-judge-rules>

Eskola, J & Suoranta, J. 1998. Johdatus laadulliseen tutkimukseen. Tampere, Vastapaino.

EU2019.FI. Kestävä rahoitus: Sijoitusten kestävyuden luokittelu. Viitattu 22.2.2020. <https://eu2019.fi/taustoitukset/kestava-rahoitus>

Euroopan komissio 2018. Kestävä rahoitus: komission toimintasuunnitelma vihreämpää ja puhtaampaa taloutta varten. Viitattu 22.2.2020. https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/fi/IP_18_1404

Euroopan komissio 2019. Kestävä rahoitus: Komissio julkaisee suuntaviivat yritystenilmastoraportoinnin parantamisesta ja on tyytyväinen johtavien asiantuntijoiden laatimiin kolmeen uuteen tärkeään ilmastorahoitusraporttiin. Viitattu 4.3.2020. https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/fi/IP_19_3034

European Commission. Non-financial reporting. Viitattu 21.1.2020. https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/company-reporting-and-auditing/company-reporting/non-financial-reporting_en

Finsif 2017. Vastuullisen sijoittamisen opas. Viitattu 22.2.2020. https://www.finsif.fi/wp-content/uploads/2017/02/Finsif_taitto_vedos_lowres.pdf

Finsif 2019a. Mitä vastuullinen sijoittaminen tarkoittaa? Viitattu 9.1.2020. <https://www.finsif.fi/mita-se-on/>

Finsif 2019b. Vastuullisen sijoittamisen lähestymistavat. Viitattu 3.12.2019. <https://www.finsif.fi/vastuullisen-sijoittamisen-lahestymistavat/>

Finsif 2020. Vastuullisen sijoitusstrategian tekeminen. Viitattu 9.3.2020. <https://www.finsif.fi/vastuullisen-sijoitusstrategian-tekeminen/>

Flood, C. 2019. ESG accelerates into the investment mainstream. Financial times verkkosivut. Viitattu 13.1.2020. <https://www.ft.com/content/195232e7-07b7-36e3-a768-b8c63b6cc3fc>

Fondita 2020a. Sustainable Europe. Viitattu 28.2.2020. <https://www.fondita.fi/fi/rahastot/sustainable-europe>

Fondita 2020b. Vastuullinen sijoittaminen. 28.2.2020. <https://www.fondita.fi/fi/rahastot/vastuullinen-sijoittaminen>

Fondita Sustainable Europe B avaintietoesite, 2020. Viitattu 28.2.2020 <https://www.fondita.fi/fi/rahastot/sustainable-europe>

Global Reporting Initiative. About sustainable reporting. Viitattu 27.1.2020. <https://www.globalreporting.org/information/sustainability-reporting/Pages/default.aspx>

H&M Group. sustainability report 2018. Viitattu 11.3.2020. https://sustainability.hm.com/content/dam/hm/about/documents/en/CSR/2018_sustainability_report/HM_Group_SustainabilityReport_2018_%20FullReport_en.pdf

Hale, J. 2016. Morningstarin vastuullisuusrating. Viitattu 30.1.2020. [Http://www.morningstar.fi/fi/news/148106/morningstarin-vastuullisuusrating.aspx](http://www.morningstar.fi/fi/news/148106/morningstarin-vastuullisuusrating.aspx).

Hale, J. 2017. Helping investors evaluate the sustainability of portfolio. Viitattu 28.1.2020. <https://investmentsandwealth.org/getattachment/93585dee-2a04-4fd2-bb40-7afbb0739d71/IWM17NovDec-MorningstarSustainabilityRating.pdf>

Hawken, P. 2004. Natural Capital Institute: Socially Responsible Investing. Viitattu 12.11.2019 <https://www.baldwinbrothersinc.com/wp-content/uploads/2018/03/report-harkin.pdf>

Hirsjärvi, S., Remes, P. & Sajavaara, P. 2008. Tutki ja kirjoita. 15. uud. p. Helsinki. Tammi.

Holanne, E. 2017. Using ESG disclosure score as an investment tool – evidence from Finnish stock market. Pro gradu - tutkielma. Vaasa, Vaasan yliopisti, department of finance.

Hyrskke, A., Lönnroth, M., Savilaakso, A. & Sievänen, R. 2012. Vastuullinen sijoittaminen. Tampere. Tammerprint Oy.

Hyrskke, A., Lönnroth, M., Savilaakso, A. & Sievänen, R. 2020. Vastuullinen sijoittaja. Helsinki. Helsingin Kamari Oy/Helsingin seudun kauppakamari.

Kallunki, J., Martikainen, M. & Niemelä, J. 2019. Ammattimainen sijoittaminen. 8. uud. painos. Helsinki. Alma Talent.

Kananen, J. 2015. Opinnäytetyön kirjoittajan opas: Näin kirjoitan opinnäytetyön tai pro gradun alusta loppuun. Jyväskylä, Jyväskylän ammattikorkeakoulu.

Kananen, J. 2017. Laadullinen tutkimus pro graduna ja opinnäytetyönä. Jyväskylä, Jyväskylän ammattikorkeakoulu.

Kirjanpitolaki 12.2016/1376. Finlex. Ajantasainen lainsäädäntö. <https://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/1997/19971336#L3aP1> Viitattu 27.1.2020

Lapanan, N. 2018. The investment behavior of socially responsible individual investors. *The Quarterly Review of Economics and Finance* 70, 214-226.

Lehmusvirta, A. 2018. Burberry, H&M ja Nike myrskyn silmässä - miksi yhtiöt tuhoavat myymättömiä tuotteitaan? Kauppalehden verkkosivut. Viitattu 11.3.2020. <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/burberry-hm-ja-nike-myrskyn-silmassa-miksi-yhtiot-tuhoavat-myy mattomia-tuotteitaan/d667e825-32c6-380b-892b-28e3cdbd1fa3>

Merker, C. 2020. Four Challenges in the ESG Market: What's next? Viitattu 4.3.2020. <https://blogs.cfainstitute.org/investor/2018/07/18/four-challenges-in-the-esg-market-whats-next/>

Mikkonen, M. 2020. Vaateteollisuus tuottaa yhtä paljon päästöjä kuin lentoliikenne ja rahtilaivat yhteensä. Helsingin sanomien verkkosivut. Viitattu 11.3.2020. <https://www.hs.fi/ulkomaat/art-2000006004950.html>

Morningstar 2020a. OP-Ilmasto A. Viitattu 15.3.2020. <https://www.morningstar.fi/fi/funds/snapshot/snapshot.aspx?id=F0GGBR04KWR>

Morningstar 2020b. OP-Kestävä Maailma A. Viitattu 15.3.2020. <https://www.morningstar.fi/fi/funds/snapshot/snapshot.aspx?id=F00000XRIT>

Morningstar Research 2018. Morningstar Low Carbon Designation. Viitattu 13.3.2020. https://s21.q4cdn.com/198919461/files/doc_news/2018/Morningstar-Low-Carbon-Designation-Methodology-Final.pdf

Morningstar Sustainability Rating Methodology 2019. Viitattu 29.1.2020. https://www.morningstar.com/content/dam/marketing/shared/research/methodology/744156_Morningstar_Sustainability_Rating_for_Funds_Methodology.pdf

MSCI 2019. MSCI ESG metrics. Viitattu 5.2.2020. https://www.msci.com/documents/1296102/1636401/MSCI_ESG_Metrics_factsheet.pdf/eee531f4-bf23-4628-b6cc-4c7b96b31276

MSCI 2020. MSCI Index carbon footprint metrics. Viitattu 10.3.2020. <https://www.msci.com/index-carbon-footprint-metrics>

MSCI ESG RATINGS METHODOLOGY 2019. Viitattu 6.2.2020. <https://www.msci.com/documents/1296102/14524248/MSCI+ESG+Ratings+Methodology+-+Exec+Summary+2019.pdf/2dfcaeee-2c70-d10b-69c8-3058b14109e3?t=1571404887226>

Nordea Bank Oyj 2020. Rahastot nyt. Eurooppalaiset Tähdet BP avaintietoesite. Viitattu 27.2.2020. <https://www.nordea.fi/henkiloasiakkaat/palvelumme/saastaminen-sijoittaminen/rahastot/rahastot-nyt.html?isin=LU1706106447>

Nordea Bank Oyj 2020. Rahastot nyt. Pohjoismaiset tähdet BP, 2019. Viitattu 27.2.2020. <https://www.nordea.fi/henkiloasiakkaat/palvelumme/saastaminen-sijoittaminen/rahastot/rahastot-nyt.html?isin=LU1079987720>

Oldenburb, A. PhoebusBlogi, Vko 48/19: Vastuullinen sijoittaminen. Viitattu 2.3.2020. <https://www.seligson.fi/sco/suomi/phoebus/blogi/vko-48-19-vastuullinen-sijoittaminen/>

OP Varainhoito 2019. Vastuullisen sijoittamisen periaatteet. Viitattu 2.3.2020. <https://www.op.fi/op-ryhma/vastuullisuus/vastuullisuus-liiketoiminnassa/sijoittaminen>

OP-Ryhmä. OP-Ilmasto avaintietoesite, 2020. Viitattu 2.3.2020. <https://www.op.fi/henkiloasiakkaat/saastot-ja-sijoitukset/rahastot/kaikki-rahastot/op-ilmasto>

OP-Ryhmä. OP-Kestävä Maailma avaintietoesite 2020. Viitattu 2.3.2020. <https://www.op.fi/henkiloasiakkaat/saastot-ja-sijoitukset/rahastot/kaikki-rahastot/op-kestava-maailma>

OP-Ryhmä. OP-Kestävä Maailma. Sijoita hajautetusti kaikkein vastuullisimpiin yhtiöihin. Viitattu 2.3.2020. <https://www.op.fi/henkiloasiakkaat/saastot-ja-sijoitukset/rahastot/kaikki-rahastot/op-kestava-maailma>

OP-ryhmä. Vastuullinen sijoittaminen. Viitattu 2.3.2020. <https://www.op.fi/op-ryhma/vastuullisuus/vastuullisuus-liiketoiminnassa/sijoittaminen>

Pax World Fund 2019. What is ESG? Viitattu 9.1.2020. <https://paxworld.com/sustainable-investing/what-is-esg/>

PRI 2019a. What are the Principles for Responsible investment? Viitattu 11.12.2019. <https://www.unpri.org/pri/an-introduction-to-responsible-investment/what-are-the-principles-for-responsible-investment>

PRI 2019b. What is responsible investment? Viitattu 3.1.2020. <https://www.unpri.org/pri/an-introduction-to-responsible-investment/what-is-responsible-investment>

Rational 2020. Sustainability. Viitattu 21.3.2020. https://www.rational-online.com/en_gb/company/about_rational/sustainability_3/sustainability_2.php

Renneboog, L., Ter Horst, J. & Zhang, C. 2008. Socially responsible investments: Institutional aspects, performance, and investor behavior. *Journal of Banking & Finance* 32.9 (2008A): 1723–1742.

Ronkanen, M. 2017. Sijoituskohteen verovastuullisuuden huomioiminen vastuullisen sijoittamisen rahastoissa. Pro gradu - tutkielma. Lappeenranta, Lappeenrannan teknillinen yliopisto, School of Business and Management.

Schueth, S. 2003. Socially Responsible Investing in the United States. *Journal of Business Ethics* 43, 3, 189–194

Seligson & Co Rahastoyhtiöt 2020. Rahastosijoittajan opas. Viitattu 2.3.2020. https://www.seligson.fi/resource/rahastosijoittajan_opas.pdf#page=30

Seligson & Co Rahastoyhtiöt Oyj 2020. Phoebus salkun jakaumat. Viitattu 18.3.2020. <https://www.seligson.fi/luotain/FundViewer.php?task=intro&fid=3333&view=40&lang=0>

Silvola, H. & Landau, T. 2019. Vastuullisuudesta ylituottoa sijoituksiin. Helsinki: Alma Talent.

State Street Corporation 2018. Performing For the Future. ESG's place in investment portfolios. Today and tomorrow. Viitattu 26.3.2020. <https://www.ssga.com/investment-topics/environmental-social-governance/2018/04/esg-institutional-investor-survey.pdf>

Sullivan, R. & Mackenzie, C. 2006. Responsible investment. Greenleaf Publishing in association with GSE Research

Sustainalytics 2020a. About us. Viitattu 20.1.2020. <https://www.sustainalytics.com/about-us/>

Sustainalytics 2020b. ESG Ratings & Research. Viitattu 3.2.2020. <https://www.sustainalytics.com/esg-ratings/>

Svenska Handelsbanken AB 2020a. Handelsbanken Eurooppa Teema avaintietoesite. Viitattu 13.3.2020. <https://www.handelsbanken.fi/fi/henkiloasiakkaat/saasta-ja-sijoita/rahastot/rahastot-ja-kurssit>

Svenska Handelsbanken AB 2020b. Näin sijoitamme vastuullisesti. 25.2.2020. <https://www.handelsbanken.fi/fi/henkiloasiakkaat/saasta-ja-sijoita/rahastot/vastuullinen-sijoittaminen/nain-sijoitamme-vastuullisesti>

Svenska Handelsbanken AB. Handelsbanken Suomi avaintietoesite, 2020. Viitattu 1.3.2020. <https://www.handelsbanken.fi/fi/henkiloasiakkaat/saasta-ja-sijoita/rahastot/vastuullinen-sijoittaminen/pankin-rahastot-joilla-erityiset-vastuullisuuskriteerit>

The ESG Risk Ratings Methodology, 2019. Viitattu 4.2.2020. <https://www.sustainalytics.com/esg-ratings/#1530569112571-dc5cd200-dc38>

The Global Compact. Who Cares Wins. Viitattu 15.1.2020. https://www.unepfi.org/fileadmin/events/2004/stocks/who_cares_wins_global_compact_2004.pdf

Tuomi, J. & Sarajärvi, A. 2018. Laadullinen tutkimus ja sisällönanalyysi. Helsinki. Tammi.

Työ- ja elinkeinoministeriö. Vastuullisuusraportointi. Vastuullisuusraportointi velvoittavaksi – mitä vaaditaan ja keneltä? Viitattu 27.1.2020. <https://tem.fi/vastuullisuusraportointi>

Vastuullisuusraportti.fi. Mikä on vastuullisuusraportti. Viitattu 27.1.2020. <http://vastuullisuusraportti.fi/2016/03/09/mika-on-vastuullisuusraportti/>

What is ESG? 2019. Viitattu 3.2.2020. <https://www.sustainalytics.com/sustainable-finance/esg-rating-license/>

WWF Suomi & Mandatum Life 2018. Riskeistä mahdollisuksiin: Sijoittajan opas ilmatoriskien hallintaan. Viitattu 22.2.2020. <https://media.sitra.fi/2018/01/16142611/sijoittajanopasilmatoriskienhallintaan.pdf>