

En del av ramprojektet
"Kan finansmarknadens
hållbarhetsvärderingar
bidra till näringslivets gröna
omställning och ger det i så
fall en roll för staten?"

PM 2018:15

Finansmarknadens hållbarhets- värdering av företag – ESG-värderingar som mått på och drivkraft för grön omställning

INTRESSET FÖR HÅLLBARHETSFRÅGOR har ökat kraftigt inom finanssektorn. Så kallade ESG-värderingar lyfts ofta fram som ett verktyg för att bidra till hållbara investeringar och därmed främja en grön omställning. I detta PM analyserar Tillväxtanalys hur värderingarna är konstruerade och hur de uppfattas av de företag som blir värderade. Vi analyserar också om ESG-värderingar utgör en drivkraft för företagets hållbarhetsarbete.

Dnr: 2018/046

Myndigheten för tillväxtpolitiska utvärderingar och analyser
Studentplan 3, 831 40 Östersund
Telefon: 010 447 44 00
Fax: 010 447 44 01
E-post: info@tillvaxtanalys.se
www.tillvaxtanalys.se

För ytterligare information kontakta: Eva Alfredsson eller Henrik Hermansson
Telefon: 010 447 44 31, 010 447 44 27

E-post: eva.alfredsson@tillvaxtanalys.se, henrik.hermansson@tillvaxtanalys.se

Förord

Frågeställningarna inom tillväxtpolitiken är komplexa och kräver en mångsidig belysning för att ge kunskap om vad staten kan och bör göra. Tillväxtanalys kommer därför att arbeta med vad vi benämner som ramprojekt. Ett ramprojekt består av flera delprojekt som bidrar till att belysa en viss frågeställning och löper i upp till två år.

Näringslivets gröna omställning är ett av Tillväxtanalys sex prioriterade studieområden. Den här studien är ett första kunskapsunderlag för ramprojektet: ”Kan finansmarknadens hållbarhetsvärderingar bidra till näringslivets gröna omställning och ger det i så fall en roll för staten”? Hela projektet kommer att avrapporteras i juni 2019.

ESG-värderingar lyfts ofta fram av finansmarknaden som ett verktyg för att bidra till hållbara investeringar och därmed främja en grön omställning. Det har exempelvis hävdats att börsvärdet på storbolag i Norden skulle öka med över 400 miljarder kronor om marknaden fullt ut värderade sina satsningar på hållbarhet. I detta PM analyserar vi hur värderingarna är konstruerade och hur de uppfattas av de företag som blir värderade, för att i ramprojektet som helhet kunna säga mer om deras troliga effekter på finansmarknadens funktionssätt och effekter på näringslivets gröna omställning.

Delrapporten har skrivits av Eva Alfredsson och Henrik Hermansson, analytiker vid Tillväxtanalys. Vi vill rikta ett tack till intervjupersoner och referensgruppen som bidragit med värdefull information och synpunkter. Tillväxtanalys vill även tacka Professor Lars Hassel, Umeå Universitet för extern kvalitetsgranskning.

Oktober, Stockholm 2018

Enrico Deiacco
Chef för avdelningen Innovation och grön omställning
Tillväxtanalys

Innehåll

Förord	3
Sammanfattning	7
Summary	9
1 Introduktion	12
2 Varför intresserar sig finansmarknaden för hållbarhet och ESG?	14
3 Finansmarknadens hållbarhetsvärderingar av företag	17
3.1 Producenterna: Hård konkurrens och kraftig konsolidering	17
3.2 Produkten: Materialitet den hemliga ingrediensen	19
3.3 Kunderna: Hållbarhet en försvarbar avvikelse från index	24
3.4 Sammanfattning	28
4 Näringslivets syn på ESG-värderingar	30
4.1 Hållbarhet – en allt viktigare ekonomisk faktor	30
4.2 Risker men främst möjligheter med klimatomställningen	31
4.3 ESG-värderingar som drivkraft	32
4.4 Internationella hållbarhetsmål viktigare än nationella	34
4.5 Sammanfattning	35
5 ESG-värderingar som ett mått på näringslivets gröna omställning	36
5.1 Validitet	36
5.2 Tillförlitlighet	38
5.3 Slutsats: Ett branschspecifikt mått med bristande täckning	39
6 ESG-värderingar som en drivkraft för näringslivets gröna omställning	41
6.1 ESG-värderingar och tillgång till kapital	41
6.2 ESG-värderingar som ett instrument för lärande	42
6.3 Slutsats: En marginell drivkraft för ett mindre antal aktörer	43
7 Sammanfattande slutsatser och policyimplikationer	45
Referenser	47
Bilaga 1	49
Bilaga 2	51

Sammanfattning

ESG-värderingar av företagens hållbarhetsrisker har inte de kvaliteter som krävs för att kvalificera som ett mått på näringslivets gröna omställning mot ökad hållbarhet. ESG-värderingarna utgör inte heller någon drivkraft för huvuddelen av företagen trots att hållbarhet ses som central för konkurrenskraften.

ESG som mått och drivkraft för grön omställning

Intresset för hållbarhetsfrågor har ökat kraftigt inom finanssektorn. Inom branschen operationaliseras hållbarhet genom så kallade ESG-värderingar av företags miljömässiga (Environmental, E), sociala (Social, S) och styrningsmässiga (Governance, G) risker och möjligheter. Värderingarna bygger på en mängd indikatorer under respektive tema och sammanvägs till ett samlat värde. Det pågår omfattande policyarbete bland annat på EU-nivå med syfte att skapa incitament för och påverka kapital och investeringar så att de stödjer en hållbar utveckling, delvis på basis av dessa ESG-värderingar. Det förutsätter dock god kunskap om de mått som används samt drivkrafterna hos de som regleras för att bli framgångsrikt.

I detta PM har vi analyserat om ESG-värderingar har kvaliteter som innebär att de kan användas som ett mått på ett företags miljömässiga hållbarhet och aggregerat som ett mått på näringslivets hållbarhet. Ett andra syfte är att analysera om ESG-värderingar utgör en drivkraft för företagens hållbarhetsarbete. Analyserna baseras på litteraturstudier och intervjuer med finansmarknadens aktörer, ESG-värderare och med företag som blir värderade.

Hållbarhet har blivit en fråga av strategisk betydelse

Hållbarhet har gått från att vara en värderingsstyrd fråga till att bli en fråga för företagsledningens strategiska och ekonomiska beslutsfattande. För kapitalförvaltare och institutionella investerare har hållbarhetsfrågor börjat integreras allt mer i investeringsprocessen i form av olika analyser av hållbarhetsrisker och i ökad omfattning möjligheter. Vid värderingen av risker och möjligheter utgör ESG-värderingar ett verktyg. Marknaden som erbjuder värderingar har växt och även konsoliderats. Efterfrågan på hög täckningsgrad har lett till att fler företag värderas och att metoder standardiserats.

ESG-värderingar bidrar med kunskap men förutsätter kvalificerad tolkning

ESG-värderingarna har emellertid inte de kvaliteter som krävs för att de ska kvalificera sig som ett mått på företags och näringslivets hållbarhetsrisker och möjligheter. Olika leverantörer viktas de underliggande indikatorerna i ESG-värderingarna på olika sätt vilket resulterar i att värderingarna varierar kraftigt. Användarna av värderingarna är medvetna om detta och använder dem inte utan vidare analyser.

Validiteten, det vill säga i vilken utsträckning måttet mäter rätt sak är oklar. ESG syftar till att fånga olika typer av hållbarhetsrisker såsom politik-, marknads-, och ryktesrisker. Dessa fångas upp med hjälp av ett brett spektrum av olika kategorier av indikatorer såsom policyer, åtgärder, resultat, kontroverser och huruvida företagens produkter adresserar samhällets hållbarhetsproblem. Risken finns dock att ESG-värderingar i huvudsak speglar hur väl företagen rapporterar om sitt hållbarhetsarbete snarare än hur hållbar deras verksamhet är.

Även tillförlitligheten brister på en rad sätt. ESG-leverantörer värderar företags ESG-prestation per bransch vilket motiveras av att vad som är väsentligt (materiellt) för lönsamhet och hållbarhet skiljer sig mellan branscher. Det leder till att ESG-värderingarna i bästa fall är en relativ indikator på hur företag inom en bransch rankas i termer av hållbarhet. Det går inte heller att jämföra ESG-värderingar mellan branscher. Då ESG-metodiken ständigt utvecklas går det dessutom inte att använda värderingarna för att tillförlitligt följa utvecklingen över tid.

ESG-värderingar utgör en drivkraft bara för ett fåtal företags hållbarhetsarbete

Intervjuerna med företagen visar att hållbarhet, liksom för värderarna, kommit att bedömas vara en central fråga för företagets konkurrenskraft. Hållbarhetsrisker bedöms av företagen generellt inte som risker utan som möjligheter. De företag som intervjuats oroas inte av vare sig nya regleringar eller efterfrågeförändringar. Tvärtom menar flera att krav från politiker och kunder är viktiga drivkrafter och att det är positivt för deras konkurrenskraft.

Det saknas bland företagen en enhetlig definition av hållbarhet. Istället avgör de utifrån sina respektive verksamhetsområde vilka hållbarhetsaspekter de bedömer vara viktigast och har egna definitioner och målsättningar. Många känner till ESG men det är bara ett fåtal som har som mål att ha kvar en hög ESG-värdering eller att höja den. Många företag är dock positivt inställda till att de blir värderade och ser inte värderingsprocessen som betungande utan som en läroprocess.

Policyimplikationer

Det finns flera skäl till att det är viktigt för departement och myndigheter att ha god kunskap om ESG-måttet, dess utveckling och implikationer för näringslivet. För det första för att det är det mått finansmarknaden använder för att integrera hållbarhet i sina investeringsbeslut vilket i sin tur kan ha stor betydelse för hur hållbart finansiella resurser allokeras. För det andra så kan ESG-värderingar påverka företag och näringslivet bland annat genom tillgång till, och kostnad för, externt kapital.

I dag saknas det dock tillräcklig kunskap om måttets validitet och tillförlitlighet. Forskningen på området indikerar att det inte finns någon målkonflikt mellan ESG och ekonomisk prestation men det saknas studier av huruvida ESG korrelerar med centrala mått på hållbarhet samt hur kausaliteten ser ut mellan ESG-värdering och miljömässig hållbarhet.

I dagsläget kan ESG-värderingar endast med betydande förbehåll användas som underlag vid en analys av näringslivets hållbarhet. Användningen förutsätter ingående kunskap om den specifika variant av ESG-värdering som används och att värderingen kompletteras med ytterligare data och handpåläggning. ESG-värderingarnas huvudsakliga värde är att de bidrar till ökad kunskap om hållbarhet inom såväl finanssektorn som företagen.

ESG-måttets betydelse i framtiden beror på vad konsumenter efterfrågar, vad politiken begär och hur de reala klimat- och miljöriskerna utvecklas. Statliga insatser som gör hållbarhet mer lönsamt har med andra ord viss potential att genom ESG-värderingar även få effekter på hur kapital allokeras. Mer forskning krävs dock för att utreda exakt vilka effekter som kan förväntas och hur statliga insatser bör utformas för önskad effekt.

Summary

ESG assessments of companies' sustainability risks do not have the qualities needed to qualify as a measurement of the economy's green transition to increased sustainability. Neither do ESG assessments represent enough of a driving force for most companies, in spite of sustainability being seen as key to competitiveness.

ESG as a measurement of and driving force for a green transition

Interest in sustainability issues has increased greatly in the financial sector. Within the industry, sustainability is operationalised through so-called ESG assessments of companies' Environmental (E), Social (S) and Governance (G) risks and opportunities. The assessments are based on a number of indicators under each topic that are weighed together into a combined assessment. A great deal of policy work is under way, including at EU level, for the purpose of creating incentives for and influencing capital and investments so that they support sustainable development, partly on the basis of these ESG assessments. However, to be successful this work assumes a good knowledge of the measurements that are used and the driving forces for those subject to regulation.

In this memorandum, we have analysed whether ESG assessments have qualities that enable them to be used as a measurement of a company's environmental sustainability and, when aggregated, as a measurement of the sustainability of the economy. Our second purpose has been to analyse whether ESG assessments represent a driving force for companies' sustainability. The analyses are based on literature studies and interviews with financial market actors, ESG assessors and assessed companies.

Sustainability has become a strategically significant issue

Sustainability has gone from being an issue of values to being an issue of strategic and financial importance to company management. For asset managers and institutional investors, sustainability issues have begun to be much more integrated into the investment process in the form of various analyses of sustainability risks and, increasingly, opportunities. ESG assessments now represent a tool in the assessment of risks and opportunities. The market for assessments has grown and also consolidated. Demand for a high level of coverage has led to more companies being assessed and to methods becoming standardised.

ESG assessments contribute knowledge but require qualified interpretation

However, ESG assessments do not have the qualities needed to qualify as a measurement of companies' and the economy's sustainability risks and opportunities. Different ESG suppliers weight the underlying indicators of ESG assessments differently, which results in very significant variations in the overall assessments. Users of the assessments are aware of this and do not use them without further analysis of their own.

The validity – that is to say the extent to which the right thing is being measured – is unclear. The intention of ESG is to capture different types of sustainability risks, such as policy, market and reputation risks. These are captured with the aid of a wide range of different categories of indicators, such as policies, actions, results, controversies and the extent to which the company's products address society's sustainability problems.

However, there is a risk that ESG assessments largely reflect how well companies report their sustainability work, rather than how sustainable their operations are.

The reliability of ESG assessments is also lacking in a number of ways. ESG suppliers assess companies' ESG performance by industry sector, the reason for which is that what is material for profitability and sustainability differs from industry to industry. This leads to ESG assessments being at best a relative indicator of how a company ranks in terms of sustainability *within* an industry. It is therefore not possible to compare ESG assessments *between* industries. And because ESG methods are being constantly developed, neither is it possible to use the assessments to reliably follow developments over the course of *time*.

ESG assessments only represent a driving force for a few companies

Our interviews with companies show that sustainability, as with the assessors, is being increasingly seen as a central issue for company competitiveness. Sustainability risks are generally perceived by these companies not as risks but as opportunities. The companies that were interviewed were not worried by either new regulations or changes in demand. On the contrary, many of them think that sustainability requirements from politicians and customers are important driving forces and that they are positive for their competitiveness.

The companies do not have a consistent definition of sustainability. Instead, they decide based on their respective business areas what sustainability aspects they judge to be most important and they have their own definitions and objectives. Many are aware of ESG, but only a few have the intention of maintaining a high ESG rating or of raising it. However, many of the companies are positive about being assessed and do not see the assessment process as burdensome, but rather as a learning process.

Policy implications

There are many reasons why it is important for ministries and authorities to have good knowledge about ESG measurements, their development and their implications for the economy. Firstly, because these are the measurements that the financial market uses to integrate sustainability into their investment decisions, which in turn can have great significance for how sustainably financial resources are allocated. Secondly, ESG assessments can affect companies in a sustainable direction, through their access to and cost of external capital.

However, at present there is not sufficient knowledge about the assessments' validity and reliability. Research into this area indicates that there is no contradiction between ESG performance and financial performance, but there are no studies of the extent to which ESG correlates with key measurements of sustainability or of the causality between ESG assessments and environmental sustainability.

At present, ESG assessments can only be used as a basis for analysis of the economy's sustainability with significant caution. Using them requires in-depth knowledge of the specific version of ESG assessment used, and even then the assessment needs to be supplemented with further data and analysis. The main value of ESG assessments is that they contribute to increasing knowledge about sustainability in both the financial sector and the assessed companies.

The significance of ESG measurements in the future will depend on what consumers and politics demands of companies as well as how climate and environmental risks develop. In other words, government initiatives that make sustainability more profitable have potential,

through ESG assessments, to influence how capital is allocated. More research is needed, however, to investigate exactly what financial effects can be expected and how government initiatives should be designed to achieve the desired effect.

1 Introduktion

Finansmarknadens intresse för att väga in hållbarhet i sina investeringsbeslut har ökat kraftigt. Det begrepp som används för att operationalisera och värdera företags hållbarhet är ESG och har tre dimensioner, nämligen miljömässig, social och styrningsmässig hållbarhet (Environmental, Social, Governance).

Ett stort antal aktörer på finansmarknaden beställer eller utför nu så kallade ESG-värderingar av enskilda företag som ett underlag till investeringsbeslut. En förklaring till det ökade intresset är att miljömässiga men också sociala risker ökat samtidigt som ESG-data blivit publikt tillgänglig i ökad omfattning.

En central roll för finansmarknaden är att värdera och prissätta risker så att finansiella resurser allokeras så effektivt som möjligt. I kölvattnet av finanskrisen kom krav på transparens och riskhantering, inklusive klimat- och miljörelaterade risker, vilket lett till flera politiska åtgärder på området såsom TCFD (Task Force on Climate-related financial disclosure) som på uppdrag av FSB (Financial Stability Board) undersökt hur finanssektorn kan ta hänsyn till klimatrelaterade risker.

ESG-värderingar har utifrån genomgången av forskningslitteraturen (Tillväxtanalys 2017) potential att vara ett mått på en konkurrenskraftig grön omställning, här definierat som en omställning av näringslivet mot en miljömässigt hållbar produktion parallellt med en god konkurrenskraft. Samtidigt framgår det från vår förstudie att det finns anledning att ifrågasätta ESG-värderingarnas kvalitet och att kunskapen om både själva värderingarna och deras potentiella effekter på finansieringsströmmar bland marknadens aktörer och företagen ännu är bristfällig.

Syfte

Detta PM har två syften:

1. Att analysera om ESG-värderingar har kvaliteter som gör att de kan användas som ett mått på näringslivets gröna omställning.
2. Att analysera om finansmarknadens ESG-värderingar utgör en drivkraft för företagets hållbarhetsarbete.

Fokus ligger på värderingen av E-faktorn även om diskussionen i rapporten ofta använder och refererar till begreppet ESG-värderingar generellt.

Med hållbar utveckling avses en utveckling där summan välfärd över alla generationer inte får minska vilket förutsätter att produktionsbasen i form av realkapital, naturresurser, humankapitalet och socialt kapital totalt sett inte minskar (ITPS, 2006). En grön omställning av näringslivet innebär i linje med denna definition att näringslivets resursanvändning och produktion sammantaget går mot en utveckling där produktionsbasen inte minskar.

Resultatet av analyserna syftar till att bidra med kunskap till den övergripande frågeställningen: *”Kan finansmarknadens hållbarhetsvärderingar bidra till näringslivets gröna omställning och ger det i så fall en roll för staten?”* som avrapporteras i en senare ramrapport.

Metod

Det första syftet ”Att analysera om ESG-värderingar är ett mått på näringslivets gröna omställning” uppfylls genom att sammanställa kunskap om ESG-värderingsbranschen, ESG-värderingars interna logik, uppbyggnad, metodik och kvalitet. Vår huvudsakliga källa är åtta semistrukturerade expertintervjuer med representanter för ESG-leverantörer, det vill säga värderingsinstitut och kapitalförvaltare. Vi har intervjuat personer både hos de största internationella aktörerna och hos de aktörer som specialiserat sig på den nordiska marknaden. Experterna är analyschefer alternativt chefer för den nordiska marknaden, med långvariga karriärer inom branschen och ett ansvar för ESG-värderingarnas utformning och utförande. Vår bedömning är att intervjupersonerna har mycket god kunskap om ämnet och har kunnat ge tydliga svar både om den egna verksamheten och om branschen i övrigt som dessutom kunnat beläggas med skriftliga källor. Bilaga I innehåller det frågeschema vi utgått ifrån. Vårt mål är inte att utvärdera hur enskilda aktörer inom ESG-värderingsbranschen agerar utan snarare att peka på gemensamma mönster och relevanta skillnader. För att uppmuntra till frispråkighet kring eventuellt känsliga frågor om produkter och arbetssätt så har intervjupersonerna därför erbjudits anonymitet.

Intervjumaterialet har kompletterats med en dokumentstudie med fokus på att belägga de uttalanden som gjorts av experterna. De mest framträdande aktörerna inom ESG-värdering har publicerat mer eller mindre detaljerad information om sin metodik som utgör en nyckelkälla till studien. Utöver enskilda marknadsaktörer så finns det även ett antal sammanslutningar och intresseföreningar som på olika sätt arbetar för att främja ESG-värderingars roll inom finansmarknaden. Dessa har producerat ett flertal översikter över metodologiska val och olika typer av värderingar som utgjort en värdefull källa till information.

Det andra syftet ”att analysera om finansmarknadens ESG-värderingar utgör en drivkraft för företagens hållbarhetsarbete” utfördes likaså genom semistrukturerade intervjuer. I denna studie ingår ett urval av femton företag. Det första urvalskriteriet som använts är att företaget ingår i Sustainalytics databas då det gett oss möjlighet att bekräfta eller dubbelkolla företagens uttalanden gentemot deras ESG-värdering. Vi har sedan valt företag ur flera olika branscher samt eftersträvat att välja både de med hög och låg ESG-värdering för att få inblick i hur olika ESG-presterare resonerar. De personer vi intervjuat på företagen är chefer med övergripande ansvar för företagets hållbarhetsarbete, oftast på ledningsgruppsnivå. I ett flertal av intervjuerna deltog dessutom analytiker eller annan personal med specialistkunskap kring företagets hållbarhetsarbete eller finansiering. Det intervjuschema vi utgått ifrån hittas i bilaga II. Även dessa företag har erbjudits anonymitet.

Disposition

I kapitel två redovisar vi kortfattat teoretiskt och empiriskt varför finansmarknaden intresserar sig för hållbarhet och definierar närmare vårt intresse för hur näringslivet eventuellt påverkas av detta. Kapitel tre och fyra presenterar studiens resultat om dels hur finansmarknadens hållbarhetsvärderingar går till och dels om hur näringslivet ser på värderingarna. Kapitel fem och sex bidrar med analys kring studiens två syften utifrån den empiri vi inhämtat. Det sista kapitlet presenterar policyimplikationer.

2 Varför intresserar sig finansmarknaden för hållbarhet och ESG?

Innan vi i kommande kapitel analyserar finansmarknadens hållbarhetsvärderingar i detalj så granskar vi här närmare det mantra vi fått oss till livs i kontakter med investerare och företag att: ”Hållbarhet skapar värde”. Vi vill alltså kortfattat belysa de teoretiska och empiriska argumenten för att ESG utgör ny relevant information för kapitalförvaltare, investerare och företagens hållbarhetsarbete.

Traditionellt baseras investeringsbeslut främst på finansiell prestation och ekonomiska prognoser. Hållbarhet har setts som en icke finansiell faktor som varken uppfattats som någon betydande risk eller ekonomisk potential. Bland investerare och kapitalförvaltare har dock intresset för ESG som ett underlag till investeringsbeslut ökat, liksom utbudet av ESG-värderingar. Det finns olika uppskattningar av hur stor andel av alla av världens tillgångar som är ”ansvarsfullt förvaltade”. Enligt Global Sustainable Investment Review 2016 utgör ”Ansvarsfullt förvaltade tillgångar” (utifrån en generös definition) 26 procent av alla professionellt förvaltade tillgångar globalt och andelen ökar snabbt. I Europa är andelen 53 procent (GSIR, 2016). Om man som mått på ansvarsfullt förvaltade tillgångar istället tar de fonder som tar ESG-hänsyn är andelen betydligt lägre¹. Endast 0,4 procent av alla förvaltade tillgångar (AUM) integrerar ESG-hänsyn i sina investeringskriterier². Andelen växer men inte i samma takt som övriga tillgångsslag (PWC, 2017).

Åtminstone fyra trender uppges ligga bakom intresset (TCFD, 2017): Att klimat och miljö utgör en ökad risk och möjlighet; föreliggande regleringsrisk som innebär att företag kan bli tvungna att betala för de externaliteter de ger upphov till, förändringar i relativpriser i input-faktorer såsom energi och material, samt; större efterfrågan på gröna varor och tjänster samt hållbara processer (jämför tabell 1). Samtidigt visar ”Schroder Institutional Investors” årliga analys (2018) att många institutionella investerare fortfarande inte är övertygade om att ESG-faktorer bidrar till ekonomisk prestation.

Inom näringslivet har andelen som anslutit sig till olika internationella initiativ som syftar till att på frivillig basis arbeta för ökad hållbarhet också ökat kraftigt. Ett sådant är FN:s initiativ ”UN Global Compact” där företag ställer sig bakom och arbetar för initiativets 10 hållbarhetsprinciper. Ett annat initiativ som startades redan 1997 är Global Reporting Initiative (GRI) som utgör en oberoende standard för hållbarhetsredovisningar. Ett relativt nytt initiativ som fått stark genomslag är ”Science-based targets” där företag sätter mål för företagets verksamhet som är i linje med de utsläppsminskningar som krävs för att uppnå Parisavtalet. Näringslivet rapporterar både frivilligt och utefter lagkrav alltså allt mer om hållbarhetsaspekterna av sin verksamhet.

Frågan är om denna utveckling i huvudsak är värderingsstyrd eller om information om hållbarhetsfaktorer kan generera riskjusterad avkastning över jämförelseindex. Traditionellt ses sociala och miljömässiga hänsyn som utgörande en kostnad (Hong et al 2012 och Chen, Hong & Shue, 2016). Företag som tar ESG-hänsyn utöver vad lagen kräver, bör således göra det på bekostnad av maximal avkastning.

¹ <https://medium.com/world-economic-forum/could-this-be-the-best-way-to-tackle-climate-change-eb93ed22ad91>

² <https://www.bloomberg.com/professional/blog/asset-growth-speeds-esg-shake/>

Den forskningslitteraturöversikt som Tillväxtanalys genomförde som en förstudie (Tillväxtanalys 2017) visar dock att majoriteten av artiklarna indikerar att det inte finns någon målkonflikt mellan ESG-prestation och lönsamhet. Många studier indikerar ett positivt signifikant samband och endast ett fåtal ett negativt samband (se också meta-studien av Friede et al, 2015).

Dessa empiriskt baserade studier ifrågasätts dock teoretiskt av de som utgår ifrån hypotesen om den effektiva marknaden (EMH) vilken utgår ifrån att priset på marknaden redan är baserad på all tillgänglig information (Fama, 1965). EMH innebär att aktivt förvaltade portföljer inte långsiktigt kan slå index, vilket det också finns ett starkt empiriskt stöd för. Teoretiskt ska en investeringsportfölj leverera avkastning i relation till sin risk och en väl diversifierade portfölj följer index. Att ta ESG-hänsyn innebär restriktioner och att de totala investeringsmöjligheterna minskar vilket ökar risken. Under antagandet om EMH bör det leda till att de riskjusterade avkastningen blir lägre.

Det finns dock tre versioner av EMH där det enligt den svaga versionen av EMH finns utrymme för att analyser av trender kan bidra med information som hjälper investerare att slå index genom arbitragevinster. Även den medelstarka versionen av EMH möjliggör viss överprestation då hypotesen erkänner att det kan finnas faktorer som tidigare inte varit kända och som därmed kan leda till arbitragevinster i samband med att marknads priser justeras till ett nytt jämviktsläge.

De som utgår ifrån den svaga och medelstarka version av EMH (vilka har starkt stöd empiriskt) menar att ESG kan möjliggöra en investeringsstrategi som slår index. Detta för att ESG-information tidigare varit så osystematiserad, kostsam och komplex att investerare inte inkorporerat den i sin analys av företagets framtida vinster (Dervall et al, 2005). I dag börjar dock ESG-data bli tillräckligt systematiserad och informationsrik för att ge investerare och kapitalförvaltare grund för bedömning av ett företags hållbarhet. Denna information kan användas för att göra en bättre bedömning av företags exponering mot olika risker och på så vis åstadkomma en bättre värdering av ett företags framtida lönsamhet, vilket leder till en mer rättvisande värdering. De arbitragevinster som en del studier visat på kommer då att minska när fler modeller uppdateras med ESG-information samtidigt som marknaden i sin helhet blir mer korrekt prissatt. Potentiellt kan det leda till att marknaden baserat på ESG-risker styr investeringarna mot ökad hållbarhet.

Sammanfattningsvis indikerar empirin att ESG-hänsyn inte är negativt för investerarens ekonomiska prestation. I den svaga och medelstarka versionen av EMH finns visst stöd för att ESG-faktorer kan utgöra ny information som ännu inte prisats in av marknaden men som de nya modellerna börjat ta hänsyn till. Alternativt uttryckt: ESG-värderingar skulle kunna medföra en transparens som leder till bättre prissättning och positiva förbättringar i marknads funktionssätt.

Av betydelse relativt frågan om huruvida ESG-hänsyn är ett mått på en grön omställning är det av intresse att marknaden antas vara mikrorationell men inte makro-rationell. Det betyder att marknads aktörer i varje givet läge kan agera rationellt samtidigt som det inte säger något om huruvida agerandet är samhällsekonomiskt effektivt. Existerande marknadsmisslyckanden visar tvärtom att marknaden inte är makrorationell. Den effektiva marknadshypotesen kan därmed inte tas som intäkt för att den verkar i en riktning som är långsiktigt hållbar även med ökad ESG-integrering,

I följande kapitel lämnar vi de teoretiska utgångspunkterna därhän och fokuserar på att utforska och analysera ESG-värderingar utifrån hur de faktiskt utförs samt hur företagen som blir värderade ser på ESG.

3 Finansmarknadens hållbarhetsvärderingar av företag

Att värdera ett företags miljömässiga (E), sociala (S) och styrningsmässiga (G) hållbarhet är en komplicerad uppgift som kräver specialiserad kompetens och betydande mängder information. Det är med andra ord mycket krävande för en enskild investerare att på egen hand värdera alla de företag som kan vara av intresse att investera i. När finansmarknadens aktörer av olika anledningar nu intresserar sig för företagens hållbarhet så har det därför uppstått en kraftigt expanderande marknad för ESG-data och ESG-värderingar.

Det första avsnittet i det här kapitlet ger en inblick i producenterna av ESG-värderingar, både specialiserade värderingsinstitut och större kapitalförvaltare. Därefter följer en analys av själva produkten, det vill säga värderingarna och deras komponenter. Slutligen innehåller kapitlet en översikt av kunderna och hur de använder ESG-värderingar i investeringsbeslut.

3.1 Producenterna: Hård konkurrens och kraftig konsolidering

ESG-värdering är en bransch i kraftig tillväxt. *Global Initiative for Sustainability Ratings* rapporterar att det i dagsläget finns över sex hundra typer av ESG-värderingar på marknaden, producerade av över etthundrafemtio olika aktörer³. Marknaden domineras dock av ett tiotal leverantörer, vissa specialiserade endast på ESG-värdering, andra med bredare portföljer inom annan finansiell analys och värdering. Vi kan skilja på två huvudkategorier av leverantörer, värderingsinstitut och kapitalförvaltare, som vi beskriver närmare nedan.

Konkurrensen baseras på både kvantitet, kvalitet och tilläggstjänster, såväl som pris. Kvantiteten som avses är främst antalet företag som leverantören har värderat, men även hur ofta värderingarna uppdateras. ESG-leverantörer uppger att den som kan täcka en stor andel av en investerares ”univers” (det vill säga uppsättningen företag som kan bli aktuella för investering, ofta definierat utifrån vissa börsindex) har en fördel i konkurrensen. I sammanhanget är det värt att nämna att Sverige räknas som en nischmarknad av de flesta aktörer och att täckningsgraden när det kommer till det svenska näringslivet är relativt låg, särskilt för SMF.

Allteftersom marknaden har växt så har konkurrensen i termer av kvantitet hårdnat. Kunderna är inte längre små nischade bolag utan världens största institutionella investerare och kapitalförvaltare, med mycket stora univers. Kraven på större täckning och de skal-fördelar det medför är huvudanledningen till att marknaden högst troligen kommer konsolideras ytterligare (SustainAbility, 2011).

Konkurrensen om kvalitet handlar delvis om vilka data som värderingarna baseras på. Men den kanske viktigaste kvalitetsaspekten rör själva tolkningsmodellen, hur data sammanställs och viktas. Leverantörerna konkurrerar alltså om att erbjuda den mest trovärdiga samlade bilden av företagen. Vi återkommer till detta i avsnitt 3.2. Vissa av leverantörerna konkurrerar dessutom med hjälp av relevanta tilläggstjänster såsom strategiska samarbeten som möjliggör integrering i börs- och finansiella datasystem (SICM, 2016).

³ SustainAbility, 2018

Vissa av ESG-leverantörerna uppger att konkurrensen i term av kvantitet medfört ett negativt tryck på kvaliteten (Intervju 1 och 3). Detta särskilt då man i dagsläget hinner spendera betydligt mindre tid på att värdera varje enskilt företag, eftersom man måste göra fler värderingar på samma tid. Samtidigt ska det beaktas att ett större antal observationer skulle kunna leda till bättre viktningmodeller. Det är svårt om inte omöjligt att utvärdera om ESG-värderingar blivit bättre eller sämre i och med marknadens expansion.

Värderingsinstitut

Värderingsinstituten har som huvudsakliga verksamhet att (ut-)värdera företag och erbjuder inte själva fonder eller andra finansiella instrument. De förvaltar heller inga egna pengar utan säljer istället data och tjänster som andra använder för att fatta investeringsbeslut. Jämfört med mindre specialiserade leverantörer så samlar värderingsinstituten in data om stora uppsättningar företag. De ledande instituten fokuserar uteslutande på hållbarhetsvärderingar, men även de marknadsledande kreditvärderingsinstituten har nu gett sig in på marknaden och förväntas få stort genomslag (PRI, 2017).

Affärsmodellen skiljer sig åt mellan de två typerna av värderingsinstitut. Kreditvärderingsinstituten tar betalt av de företag som de värderar. Det kan innebära en viss intressekonflikt då man knappast blir omedd att värdera ett företag igen om man kommit med en hård värdering. De ESG-specialiserade värderingsinstituten tar betalt av de investerare som vill veta mer om de värderade företagen och har därför inte samma intressekonflikt. Å andra sidan erbjuder flera av de ledande ESG-värderingsinstituten samtidigt konsulttjänster till företag som vill stärka sitt hållbarhetsarbete, förbättra sin rapportering och i slutändan sin ESG-värdering. Värderingsidan av verksamheten kan alltså tänkas ge upphov till affärer för konsultsidan av verksamheten, även om instituten poängterar att de etablerat vattentäta skott inom organisationen för att förhindra att information flödar mellan verksamhetsdelarna.

Flera av de svenska företag vi intervjuat upplever värderingsinstituten som mindre insatta i den egna verksamheten än lokala kapitalförvaltare. Värderingsinstituten må ha kontor i Sverige men är huvudsakligen etablerade utomlands. De arbetar ofta med hjälp av mer eller mindre standardiserade enkäter snarare än platsbesök och diskussioner med företagen. De frågor som värderingsinstituten ställer beskrivs av flera företag som mindre relevanta för verksamheten och att man behöver trycka in sin information i mallen, snarare än att frågorna speglar en god förståelse av företaget (se 4.3 samt Sustainability, 2018).

Litteraturen kring ESG-värderingar har kritiserat värderingsinstituten för bristande transparens, men vi har funnit de allra flesta större aktörer mycket tillmötesgående vad gäller att visa upp och förklara sin metodik. De måste ju trots allt sälja sina värderingar och därmed övertyga allt mer sofistikerade kunder om att deras produkt är överlägsen andras.

Kapitalförvaltare

Det finns ett mycket större antal kapitalförvaltare än specialiserade värderingsinstitut. Denna grupp med aktörer innehåller banker, fondkommissionärer, pensionsfonder och andra finansiella institut. Alla kapitalförvaltare tillhandahåller inte egna ESG-värderingar, många är istället kunder till exempelvis värderingsinstituten. Men en allt högre andel av särskilt de större kapitalförvaltarna gör i dagsläget sin egen ESG-analys, ibland baserad på egen data, ibland på inköpt data (se 3.3).

Eftersom kapitalförvaltarna är en mycket varierad grupp så skiljer sig naturligtvis deras arbetssätt mycket åt. Om vi fokuserar på de svenska aktörerna så kan man dock konstatera

att även de större kapitalförvaltarna har ett mindre investeringsunivers än de globalt största aktörerna och att de ofta har väletablerade relationer med många av företagen de investerar i. De är därmed väl insatta i verksamheten i de företag de värderar.

Det mindre antalet företag de värderar möjliggör platsbesök och längre diskussioner med företagsledningar kring de frågor som täcks av ESG-värderingar. Kapitalförvaltare förlitar sig därmed i mindre grad än värderingsinstitut på (mer eller mindre standardiserade) enkäter. De upplevs av många företag vi intervjuat som lättare att kommunicera med och förklara hållbarhetsaspekterna av verksamheten för (se 4.3). Å andra sidan så innebär arbetssättet att det finns färre företag att jämföra, särskilt utländska företag. Den mindre mängden observationer i termer av antal företag kan alltså vägas mot den potentiellt större mängden information per företag. En avvägning mellan validitet och generaliseringsbarhet som saknar ett givet svar.

Kapitalförvaltarna erbjuder sina ESG-baserade fonder och andra produkter till slutkonsumenter (det vill säga investerare) som i lägre grad än värderingsinstitutens kunder (det vill säga kapitalförvaltarna) har möjlighet att dubbelkolla eller bedöma analysarbetet. De är också i dagsläget mindre transparenta med hur de genomför sina ESG-värderingar, även om det på både svensk och europeisk nivå genomförs och diskuteras lagstiftning och regler som ska stärka konsumenternas insyn (se Lag [2004:46] om värdepappersfonder 4 kap. §24, Lag [2013:561] om förvaltare av alternativa investeringsfonder 10 kap. §11 samt EU HLEG [2018] om PRIIPS Regulation).

3.2 Produkten: Materialitet den hemliga ingrediensen

Vad är då själva ESG-värderingarna för en produkt? Då det som sagt finns hundratals varianter så är det svårt att ge ett entydigt svar. Det som följer är en analys av dels vad de stora leverantörernas värderingar har gemensamt, dels hur de skiljer sig åt. I grunden delar produkterna samma struktur i termer av uppdelningen mellan miljömässig (E), social (S) och styrningsmässig (G) hållbarhet. Inom de tre kategorierna så finns underkategorier, exempelvis klimatförändringar (E) eller humankapital (S) som i sin tur har fler underkategorier. Baserat på vår läsning av leverantörernas respektive metodik och intervjusvar så ser de olika kategoriseringarna olika ut för olika leverantörer men det är uppenbart att internationella standarder, såsom *Global Reporting Initiative*, och mål, särskilt FN:s hållbarhetsmål inom Agenda 2030, har haft ett stort inflytande på vilka sakfrågor som blivit underkategorier och lett till en tydlig men inkomplett harmonisering.

Inom underkategorierna så fyller leverantörerna på med indikatorer av olika slag, vilka vi återvänder till nedan. De data som samlas in säljs ibland obearbetad, men precis som alla andra index så måste sedan indikatorerna sammanställas och viktas för att producera en ESG-värdering. ESG-värderingar är i inte värderingar i monetär mening, det vill säga uttalanden om ett företags ekonomiska värde i dollar eller kronor, utan värden på arbiträra skalor (exempelvis 0–100) som utgör endast en av flera inputs till den finansiella värdering som följer. Självklart kan också ESG-värderingen medföljas av en mer ingående skriven motivering som ingår i produkten.

Indikatorerna

En representativ ESG-värdering baseras på flera hundra indikatorer. Indikatorerna är i huvudsak indikatorer på risk (eller frånvaro därav) men även möjligheter, eller tolkas åtminstone så. Dessa kan grovt delas in i fem kategorier.

-
- Policy – Indikatorer som mäter om företaget har en policy rörande en viss fråga och styrkan eller kvaliteten i den policyn.
 - Åtgärder – Indikatorer som fångar vilka åtgärder företaget genomför för att minimera risker eller negativ påverkan, realisera möjligheter och så vidare.
 - Resultat – Indikatorer som mäter resultatet av verksamheten i termer av hållbarhet och utfallet av de åtgärder som genomförts.
 - Kontroverser – Indikatorer på problem eller realiserade risker, oftast inhämtade från företagsexterna källor såsom massmedia.
 - Lösningar – Indikatorer på att företagets produkter är eller kan komma att bli lösningar på samhällets hållbarhetsutmaningar.

De olika typerna av indikatorer kräver olika datakällor och vissa ESG-leverantörer specialiserar sig på att tillhandahålla endast vissa typer av indikatorer. Policy- och åtgärdsindikatorer baseras ofta på företagets egen kommunikation och dokumentation, företrädesvis årsredovisningar. Resultatindikatorer kommer ibland också från företagets årsredovisningar men begärs även ofta in separat av ESG-leverantörerna. Indikatorer på kontroverser eller att företagets policy inte överensstämmer med verkligheten inhämtas typiskt från massmedia, civilsamhället inklusive fackföreningar och statliga aktörer (regulatorer, rättsväsendet). Indikatorer på lösningar bygger i typfallet på en bredare och mångfacetterad analys av marknaden.

Det är tydligt att olika ESG-leverantörer har fundamentalt olika syn på trovärdigheten i datakällorna. Vissa påpekar exempelvis att årsredovisningar blivit granskade av tredje part och att missvisande sådana kan vara förknippade med hårda straff. Andra menar att företagets egna redovisningar bara är ord på papper och att externa källor är den bästa chansen att få en rättvisande bild. Till viss del kan skillnaderna i synsätt förklaras av varierande regionalt fokus. Värderare lägger generellt större vikt vid årsredovisningar som rör verksamhet i väl reglerade ekonomier (läs OECD), och mindre vikt på vad företagen säger om sin verksamhet i utvecklingsländer. De flesta leverantörer påpekar dock att flera typer av data, och flera typer av värderingar, gärna bör kombineras men med olika vikt.

En skarp kritik som ofta riktas mot ESG-värderingar är att de endast reflekterar om företagen är duktiga på att rapportera eller inte. Vissa av indikatorerna (policy, åtgärder), och de leverantörer som förlitar sig mer på sådana, är mer känsliga för den kritiken än andra. Det ska dock sägas att ingen av de leverantörer vi intervjuat eller studerat förlitar sig enbart på företagets rapportering. Men det är ett utbrett arbetssätt att förlita sig på företagets rapportering till dess att man får motsägelsefulla signaler. Icke-rapportering eller om företagen inte svarar på ESG-leverantörens frågor uppfattas ofta som en mycket negativ signal och kan ha betydande negativ effekt på värderingen. Små företag rapporterar i mycket mindre utsträckning och har mindre resurser att svara på enkäter vilket ofta leder till sämre värderingar, något som åtminstone en ESG-leverantör beskriver som ett välkänt problem. Vi skriver mer om hur företagen själva uppfattar sina ESG-värderingar och vad de reflekterar i nästa kapitel.

En stor andel av indikatorerna baseras på data som redan innan värderingen är gjord är offentlig, i betydelsen fritt tillgänglig för allmänheten, även om det krävs betydande möda för att samla in den. Årsredovisningar, media, rapporter som inte ligger bakom betalväggar, kommersiella industridatabaser, offentlig handling och så vidare. Andra data inhämtas direkt från företagen genom enkäter eller intervjuer och är på så sätt ny och

otillgänglig för allmänheten. En betydande, om än förenklad, skillnad mellan värderingsinstituten och kapitalförvaltare är synen på den information man tar emot från företagen. Värderingsinstituten har ofta en strikt policy om att inte basera sina värderingar på konfidentiell information som de inte i sin tur får dela med sina kunder. Kapitalförvaltare, en mer differentierad grupp med andra incitament, förlitar sig å sin sida gärna på data som bara de själva har tillgång till.

Materialitet

Kunderna betalar delvis för att slippa göra insatsen att samla in stora mängder högkvalitativa data och indikatorer, men de betalar även för sammanställningen och viktningen av informationen. Viktningen till ett samlat index måste ske med ett visst mål, eftersom det finns ett oändligt antal sätt att kombinera indikatorer till ett index. Målet och viktningsmodellen beskrivs ofta med termen *materialitet* i betydelsen väsentligt eller viktigt. Begreppet är hämtat från traditionell finansiell analys där det används för att peka ut de aspekter av ett företag (indikatorer) som kommer ha störst påverkan på dess framtida ekonomiska utveckling. Inbakat i begreppet finns tanken att materialitet varierar från företag till företag och bransch till bransch. För ett företag kan kassaflödet vara materiellt, för ett annat produktionsproblem, och så vidare. Den analytiker som lyckas identifiera de indikatorer som är materiella har en fördel på marknaden. På samma sätt konkurrerar ESG-leverantörerna om att skapa den bästa viktningsmodellen, den bästa operationaliseringen av materialitet.

Materialitet inom ESG-området har en angränsande betydelse som dock är mer dubbelsidig än den rent finansiella. Det kan betyda vilka ESG-indikatorer som är finansiellt materiella, det vill säga vilka hållbarhetsaspekter som kommer påverka företagets ekonomiska utveckling mest. Det kan också betyda vilka aspekter av företagets verksamhet som kommer ha störst påverkan på miljön (för att nämna en aspekt av hållbarhet), det vill säga miljömässig materialitet. Teoretiskt finns det en risk att ett index som är komponerat av faktorer som visserligen är relevanta utifrån ett hållbarhetsperspektiv, men viktat utefter vad som är finansiellt materiellt, trots allt kan misslyckas med att spegla hållbarhet. Endast under villkoret att hållbarhet verkligen lönar sig, vilket beror inte minst på regleringar, skatter och andra offentliga insatser, så kan man förvänta sig att de två typerna av materialitet överlappar. Detta gäller särskilt på kort sikt och för de icke-fysiska riskerna (jämför tabell 1 risker och möjligheter, enligt tcfD med viss förenkling 1).

När vi ställer frågan till ESG-leverantörer om vilken typ av materialitet, finansiell eller miljömässig, som man eftersträvar i sina viktningsmodeller så får vi svaret att hållbarhet (nu) lönar sig och att det är därför de kan sälja sina tjänster till vinstmaximerande kunder. ESG-leverantörerna framhåller alltså att det från deras perspektiv inte finns någon motsättning mellan koncepten, särskilt på lång sikt. Många vetenskapliga studier finner en positiv korrelation mellan ESG-värderingar och lönsamhet (Tillväxtanalys, 2017), men det finns betydligt mindre belegg för att de faktiskt korrelerar med hållbarhet, vilket vi återvänder till nedan.

Risker och möjligheter

Den teoretiska länken mellan hållbarhet och lönsamhet som ligger till grund för ESG-värderingar baseras, precis som annan finansiell analys, på risker och möjligheter. Företag som antingen har minimala risker eller åtminstone är medvetna om och hanterar sina risker kommer, enligt argumentet, åtnjuta en bättre finansiell utdelning över tid. Likaså företag som står väl rustade att bli framtidens ledare med mer hållbara lösningar. När ESG-

leverantörerna frågar sig vad som är materiellt så frågar de sig alltså vilka hållbarhetsrelaterade risker (och möjligheter) som företaget är exponerat mot, hur sannolika de riskerna är att realiseras samt hur väl rustat företaget är att hantera riskerna om de realiseras. Även om de olika leverantörerna har sina egna kategoriseringar av risk så kan man som exempel titta på TCFD:s (2017) ramverk över hur företagen kommer påverkas av klimatförändringarna för att få en inblick i de typer av risker och möjligheter som analyseras (tabell 1). I praktiken finns det två aspekter av företagets verksamhet som avgör hur materialiteten definieras av ESG-leverantörerna; vilken bransch och vilka länder företaget verkar inom.

Tabell 1 Risker och möjligheter, enligt TCFD med viss förenkling

Övergångsrisker	
Politikrisker	Affärsmodeller, produkter eller verksamhet förbjuds eller fördyras genom reglering som ett resultat av hållbarhetsarbetet.
Legala risker	Företag riskerar att bli lagförda eller stämda om de inte lever upp till nya legala krav kopplade till hållbarhet.
Teknikrisker	Företag riskerar att produkter blir utdaterade av mer hållbara alternativ.
Marknadsrisker	Efterfrågan för vissa produkter riskerar att falla kraftigt när konsumenter tar hänsyn till hållbarhet.
Rykte	Företag riskerar att se sina varumärken skadas om de associeras med icke-hållbarhet.
Fysiska risker	
På kort sikt	Extremväder och andra oförutsägbara händelser.
På lång sikt	Exempelvis vattennivåhöjning eller ökenutbredning leder till stora avskrivningar, omöjliggör eller fördyrar produktion.
Möjligheter	
Marknadsmöjligheter	Företag som bidrar med mer hållbara produkter kan ta marknadsandelar.
Resurseffektivisering	Företag kan minska sin resursförbrukning och därmed sina kostnader när nya lösningar blir tillgängliga.

Branscher

Det är naturligt att företag inom exempelvis textilbranschen möter andra hållbarhetsutmaningar, och därmed risker och möjligheter, än företag inom mobiltelefonbranschen. I den förra kan vattenbrist vara en central risk, i den senare beroende av konfliktmineraler. Oftast börjar därför ESG-leverantörerna sin värderingsprocess med en analys av den bransch som företaget verkar i och definierar materialiteten på branschnivå (alla utom en intervjuad leverantör). Enskilda företag kan såklart vara mer eller mindre exponerade för branschens övergripande problematik, kanske på grund av teknologiska val, arbetssätt och så vidare. Men materialiteten, definierad på branschnivå, utgör ett användbart filter för att sortera fram de mest relevanta indikatorerna, en genväg.

Målet med att definiera materialiteten på branschnivå är dels att skapa en jämförbarhet mellan företagen i samma bransch. Detta står i viss kontrast mot att skapa en global jämförbarhet, vilket vi återkommer till. Men målet är också att kunna differentiera mellan företag inom samma bransch, så att investeringar kan styras mot de hållbaraste alternativen (se även avsnitt 3.3). Denna ansats brukar kallas *best-in-class* och innebär att företagen graderas på en kurva. Notera att de hållbaraste alternativen inte behöver vara hållbara i någon absolut mening.

En indikator där alla företag inom branschen presterar mycket bra eller mycket dåligt har mindre värde i en sådan ansats (trots att riskerna kan vara mycket stora). En indikator som däremot uppvisar stor variation inom branschen har större värde för att differentiera mellan företagen. Det är svårt att utifrån offentligt tillgänglig information avgöra i vilken utsträckning sådana hänsyn tas i konstruktionen av materialitet och de slutgiltiga index som ESG-värderingar är. Men flera av våra intervjupersoner diskuterar exempelvis oljebranschen där branschen som helhet naturligtvis står inför stora hållbarhetsutmaningar men enskilda företag kan få mycket goda ESG-värderingar eftersom de är bäst i klassen i de indikatorer som valts ut för att differentiera mellan oljebolagen. Vi vet att majoriteten av ESG-leverantörerna applicerar en *best-in-class* ansats, men vi vet inte exakt hur risker som hela branscher har gemensamt viktas ned.

En komplicerande detalj är att de flesta index är designade på ett sådant sätt att alla branscher har ett någorlunda jämförbart antal risker. Detta trots att vissa branscher är ganska oproblematiska ur ett hållbarhetsperspektiv medan andra är exponerade mot en uppsjö risker. Anledningen är att materialiteten är ett sätt att prioritera mellan risker (indikatorer), inte ett sätt att mäta absoluta nivåer av risker. Materialitetsvitningen reflekterar vilka risker som är störst inom en bransch, inte hur stora riskerna faktiskt är. Detta kan leda till en viss falsk ekvivalens branscher emellan. Vissa leverantörer försöker hantera denna problematik genom att vissa risker ges en högre absolut tyngd (exempelvis mänskliga rättighetsbrott).

Vissa företag är svårare att placera inom en viss bransch. Andra har gjort så pass annorlunda val att de är exponerade mot helt andra risker och möjligheter än sina konkurrenter. För sådana företag finns en risk att ESG-värderingen, baserad på en materialitet definierad på branschnivå, inte reflekterar deras faktiska risker och möjligheter. Som vid alla kategoriseringar inom samhällsvetenskaperna så är branschuppdelning en svår uppgift utan givna svar och betydande gråzoner. Detta hade varit mindre problematiskt om inte just branschtillhörigheten fått ett så stort genomslag i värderingarna.

Länder och regleringar

Många av ESG-leverantörerna tar betydande hänsyn i sin viktning av indikatorer till vilket land, eller närmare bestämt vilket regulatoriskt system (till exempel EU), som företagen verkar inom. Viktningen går dock inte i en entydig riktning, olika risker upplevs som större eller mindre i olika ekonomier.

Först och främst så framhäver intervjupersonerna att mer reglerade ekonomier innebär lägre risk inom många områden. Företag som verkar inom ett land med väl etablerad arbetsrätt och fackföreningar har exempelvis extremt sällan problem med slavarbete. De har alltså lägre risk för skandaler som skadar deras rykte eller att behöva ändra sina anställningsvillkor på ett sätt som innebär merkostnader jämfört med nuvarande verksamhet. Reglerade och rika ekonomier är dessutom betydligt mindre utsatta för många av de fysiska risker som exempelvis klimatförändringarna kan komma att medföra. Detta innebär i typfallet att sådana risker och indikatorer viktas ned.

Det finns dock andra risker som kan vara högre i reglerade ekonomier, exempelvis den legala risken att bli lagförd eller stämd. Under ett svagt rättssystem kan även stora lagbrott undgå sanktioner, på ett sätt som inte är möjligt i starka rättsstater. Risken att produkter eller verksamhet inte lever upp till lokala hållbarhetskrav, och därmed den legala risken, ökar naturligt desto striktare regleringar som landet infört, i alla fall i det korta loppet. I det längre loppet kan striktare regleringar leda till mer välskötta företag, med mindre risker.

Intervjupersonerna framhäver att enskild lagstiftning sällan har stor påverkan på varken ESG-värderingar eller de finansiella flöden de ger upphov till. Detta beror till viss del på att de hållbarhetsfrågor som lyfts i värderingarna, och de globala hållbarhetsmålen som informerat frågorna, ofta berör sådana frågor som inte ännu regleras i lag. Ett företag som får en hög ESG-värderingar ska i normalfallet dessutom ha gått längre än vad lagen kräver. Nya regleringar kan dock ha större betydelse i den lägre delen av skalan, där företagens hållbarhetsarbete generellt inte gått längre än lagen, och där orsaka större förändringar av värderingar och finansiella flöden. Som nämndes ovan så bygger ESG-värderingar på utgångspunkten att hållbarhet lönar sig. Regleringar som stärker premissen kan leda till att ESG-värderingar inom ett land bättre speglar verkliga skillnader i hållbarhet.

Interaktionerna mellan land, bransch och diverse risker är inte självklar och ESG-leverantörerna hanterar dem inte homogent i sina materialitetsviktningar. Sambanden är ofta icke-linjära och de index som ligger till grund för ESG-värderingarna har ofta en mycket komplicerad funktionell form. Att hantera dessa komplexa samband är som sagt också en del av det mervärde som leverantörerna försöker sälja.

Viktning metoderna är delvis affärshemligheter och leverantörerna har historiskt varit mindre transparenta. I och med att konkurrensen nu inriktar sig på att åstadkomma skaleffekter genom ett stort antal värderingar så tycks transparensen ha ökat. Man är mindre orolig för att andra aktörer ska kopiera arbetssättet eftersom det är arbetsmängden som blivit central. Med det sagt så är transparensen på inget sätt komplett, särskilt inte kring de olika kapitalförvaltarnas metodik.

Sammanfattningsvis bygger ESG-värderingar på en allt mer homogen uppsättning hållbarhetsfrågor, mål och utmaningar som i ökande grad definieras av internationella avtal och standarder. Inom dessa frågor identifieras olika risker som kan drabba företagets lönsamhet. ESG-leverantörer samlar in stora uppsättningar indikatorer på hur stora och sannolika dessa risker är. För att sälla bland alla risker och göra jämförelser mellan företag i samma bransch möjlig så viktas indikatorerna efter hur materiella de är för specifika branscher. Resultatet är i typfallet en samlad bedömning i form av ett värde på en arbiträrt fastställd skala, som i sin tur blir en av flera underlag till kundernas investeringsbeslut.

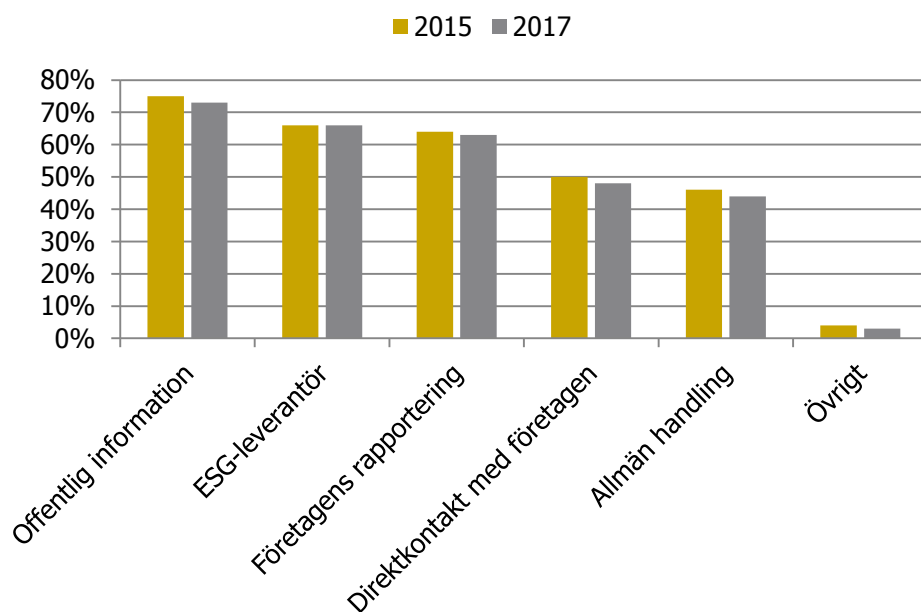
3.3 Kunderna: Hållbarhet en försvarbar avvikelse från index

Kunderna som köper ESG-värderingar är i huvudsak institutionella investerare av olika slag inklusive pensionsfonder, banker och andra kapitalförvaltare. Individer som enskilda konsumenter är sällan direkta kunder men kan genom exempelvis hållbarhetsfonder (av vilka det finns en myriad, mer eller mindre stringenta) inkorporera ESG-värderingar i sina investeringsbeslut. Naturligtvis finns det inget gemensamt sätt på vilka alla dessa aktörer väger in hållbarhet mer generellt eller ESG-värderingar specifikt i sina finansiella beslut. En studie av användningen av ESG-värderingar blir därför av naturen en studie i variation.

Handpåläggning

Användningen av ESG-värderingar skiljer sig åt inte minst i termer av hur mycket kunden modifierar produkten för sina egna syften. På ena sidan av skalan hittar vi sådana kunder som endast köper en färdig värdering, accepterar och applicerar den som den är. På andra änden hittar vi kunder som snarare är egna leverantörer, de samlar in och analyserar data själva, kanske köper de några rådata från en annan aktör. Däremellan finns många olika lösningar inklusive inköpt data men egen materialitetsmodell, komplettering av inköpt värdering med egeninhämtad information och lättare omviktningar av index.

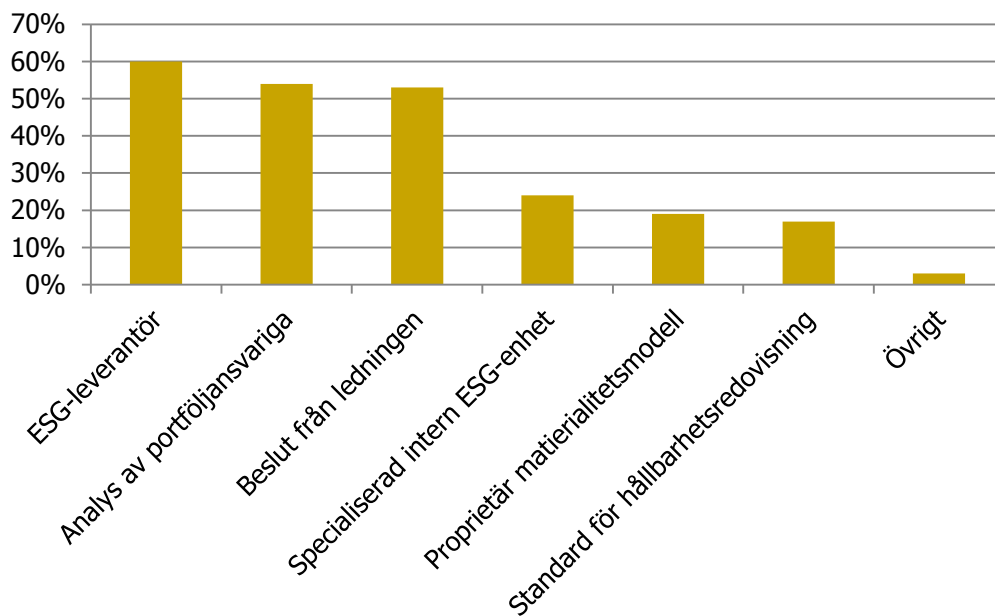
Figur 1 Hur får er firma tillgång till ESG-data?



Anm: I dataunderlaget ingår totalt 1102 kapitalförvaltare som svarat att de tar hänsyn till ESG i investeringsbeslut.

Källa: CFA Institute (2017). Environmental, Social and Governance (ESG) Survey. Översatt.

Figur 2 Hur identifierar er firma materiella ESG-frågor?



Anm: I dataunderlaget ingår totalt 1077 kapitalförvaltare som svarat att de tar hänsyn till ESG i investeringsbeslut.

Källa: CFA Institute (2017). Environmental, Social and Governance (ESG) Survey. Översatt.

Vi vet relativt lite om hur svenska kunder är fördelade längs den skalan, men vissa undersökningar av kapitalförvaltare som tar hänsyn till ESG vid investeringsbeslut har gjorts (CFA Institute, 2017). Av resultaten i figur 1 kan man tyvärr inte direkt utläsa proportionen av kunder som använder ESG-värderingarna utan någon handpåläggning. Men då en klar majoritet av kunderna även anger andra källor till ESG-information så får man anta att en betydande andel gör någon form av egen analys eller komplettering av inköpta värderingar. Figur 2 indikerar att 60 procent av kunderna ändå förlitar sig på ESG-leverantörens materialitetsviktning till någon utsträckning. Sammantaget framträder en bild av att de flesta institutionella och större investerare förhåller sig till ESG-värderingar på ett någorlunda kritiskt och sofistikerat sätt. Intervjuszvaren antyder att majoriteten av kunderna gör en egen analys för att åtminstone kontrollera om värderingarna verkar rimliga. Trots likartad struktur skiljer sig alltså resultatet av värderingar från olika leverantörer. Många köper därför värderingar från flera och gör därefter en egen värdering baserat på olika data och värderingskällor.

Index

ESG-värderingar har som syfte att hjälpa finansmarknaden hantera hållbarhetsrelaterad risk. Men sådan risk är bara en av flera sorter som finansiella aktörer tar hänsyn till och står ibland i direkt kontrast med andra risker. Specifikt kan man säga att det finns en avvägning mellan att väga in ESG-risker och så kallad aktiv risk. Aktiv risk avgörs av hur mycket en given portfölj eller fond avviker från ett relevant index. Fonder bör enligt lag jämföras med ett jämförelseindex som ska vara relevant för fondens investeringsunivers. En global aktiefond bör jämföras med ett brett globalt index medan en svensk fond bör jämföras med ett svenskt index. Index konstrueras i normalfallet utöver geografi utifrån bolagsstorlek, bransch och likviditet i tillgångsslaget. Index konstrueras i normalfallet av världens börser. På OMX-börsen (Stockholm) så finns idag tretton huvudindex och närmare sextio underindex. Desto mer en fond avviker från sitt jämförelseindex, i termer av gjorda placeringar, desto högre aktiv risk anses den ha. Analytiker, fondförvaltare och andra professionella investerare har därför bara mandat att avvika en viss distans från index.

Problematiken utifrån ett ESG-perspektiv är att hela tanken är att med hjälp av ny och bättre information om företagens hållbarhet styra finansiella flöden i en ny och mer hållbar riktning, bort från traditionella index. Därav förslag på ny europeisk och svensk lagstiftning kring indexkonstruktion för mer hållbara finanser (EU HLEG, 2018) (det existerar redan ett litet antal ESG-index på ett fåtal börser). Den enskilde professionella investeraren måste, för att få avvika från index av hållbarhetsskäl (och den lönsamhet det medför), motivera den högre aktiva risk som detta uppfattas som. ESG-värderingar och den analys som medföljer blir i sammanhanget ett argument i den motiveringen. Det finns alltså strukturella hinder på finansmarknadens för full integrering av och genomslag för ESG-frågor och värderingar.

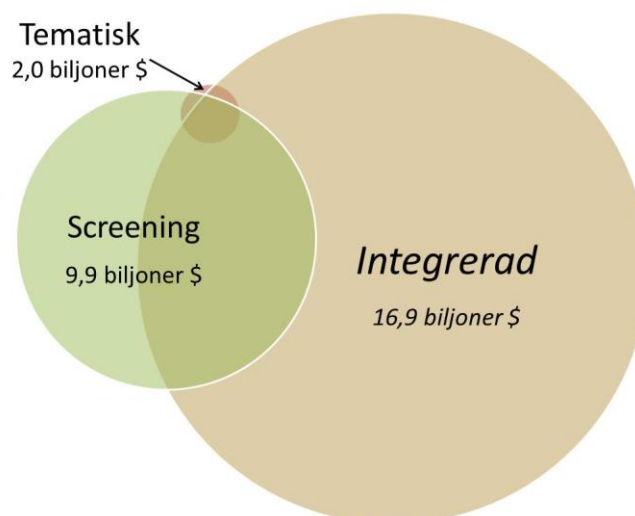
Investeringsbeslutet

ESG-värderingar kan få olika typ av genomslag på individuella investeringsbeslut. De kan leda till att vissa företag eller branscher helt utesluts ur en investerares portfölj. De kan leda till att kunden investerar mer eller mindre i ett visst företag eller bransch. De kan dessutom informera olika typer av aktivt ägarskap som syftar till att förändra det bolag som investerats i.

Av de kapitalförvaltare som deltog i CFA Institute's undersökning (2017) och som svarade att de tar någon form av hänsyn till ESG vid investeringsbeslut så angav 38 procent att de använder sig av så kallad exkluderande screening. Det vill säga att de helt valde bort företag och branscher som inte uppfyllde vissa ESG-standarder (inklusive kontroversiella investeringar såsom tobak, vissa vapen) ofta utifrån ett etiskt eller målstyrt perspektiv. 33 procent (vilket kan överlappa med de trettioåtta) angav att de använde ESG-värderingar för att hitta de mest hållbara företagen inom branscher och styrde sina investeringar däråt för att minimera risk och generera vinst över index. Cirka en femtedel hade skapat olika former av tematiska eller hållbarhetsnischade finansiella produkter. Aktivt ägarskap idkades av 26 procent av de tillfrågade. Med en sådan ansats kan en ESG-värdering utgöra startpunkten för ett förbättringsarbete drivet av investerare med dialog och påverkan i fokus. Det finns bland annat aktiva investerare som med hjälp av ESG-värderingar hittar företag som i dagsläget har stora problem eller sköts dåligt och investerar i dessa för att genom aktivt ägarskap förbättra bolaget och sedan sälja det dyrare.

Enligt PRI:s genomgång av sina signatärer (figur 3) förvaltas cirka 77 procent av alla de tillgångar som förvaltas utifrån ESG-principer enligt en integrerad ansats. Med det menas att ESG-värderingarna används inom den normala investeringsprocessen och därmed påverkar alla investeringsbeslut på marginalen. Cirka 45 procent av tillgångarna förvaltas enligt en screening-ansats vilket inkluderar negativ såväl som positiv screening, det vill säga att välja ut de bästa.

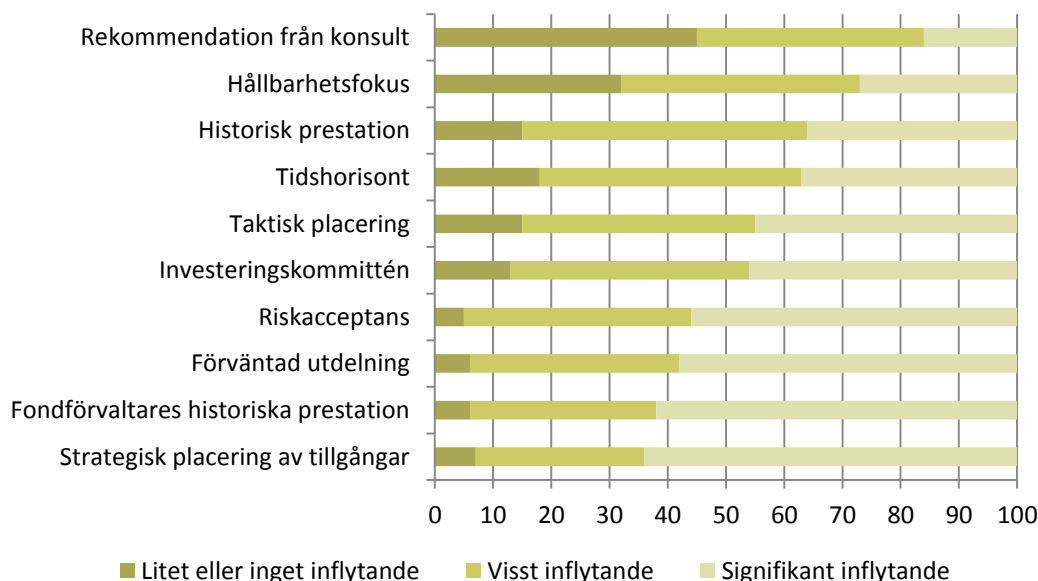
Figur 3 Andel och summa förvaltade tillgångar enligt ESG, globalt



Källa: PRI (2017). *Shifting perceptions: ESG credit risk and ratings.*

Mer generellt är det tydligt att ESG och hållbarhet endast utgör en av många faktorer som investerare tar hänsyn till när de gör sina placeringar. I exempelvis Schroders Institutional Investor Study 2018 så svarade bara 27 procent att hållbarhet hade ett signifikant inflytande över investeringsbeslutet (figur 4). An de alternativ som gavs i studien hade bara rekommendation från konsult hade lägre inflytande än hållbarhet. Av de tio alternativ som gavs i studien så hade alltså åtta andra faktorer större inflytande. Vi kan konstatera från intervjuer med svenska kapitalförvaltare att graden inflytande kan variera mellan 0 och 100 procent, även inom samma investerare.

Figur 4 Hur mycket inflytande har följande faktorer på era investeringsbeslut? (%)



Källa: Shcreders Investment Management (2018) Schrodgers Institutional Investor Study 2018, 650 institutionella investerare

3.4 Sammanfattning

- Hållbarhetsfrågorna uppfattas av finansmarknaden vara allt viktigare och operationaliseras genom begreppet ESG.
- ESG-värderingsbranschen har växt kraftigt och samtidigt genomgått en konsolidering driven av efterfråga på ökad täckningsgrad avseende antal företag som värderas för att omfatta investerarens investeringsunivers samt ökade krav på kvalitet.
- I grunden delar ESG-produkterna samma struktur i termer av uppdelning mellan miljömässig (E), social (S) och styrningsmässig (G) hållbarhet som i sin tur består av flera underkategorier och indikatorer.
- Resultatet från olika värderare skiljer sig dock åt bland annat på grund olika bedömningar och viktningar av vilka faktorer som är viktigast (ESG-materialitet).
- Indikatorernas syfte är i huvudsak att värdera hållbarhetsrelaterade risker men även möjligheter.
- En kritik mot ESG-värderingar är att det främst speglar hur duktiga företag är på att rapportera och kommunicera sitt hållbarhetsarbete och att de inte speglar reala risker och möjligheter.
- TCFDS slutrapport och dess kategorisering av klimatrelaterade risker och möjligheter har fått brett erkännande.
- Risker och möjligheter skiljer sig åt mellan olika branscher och ESG-värderingar är branschspecifika, det vill säga det går inte att jämföra värderingar över branscher. Ansatsen brukar kallas *best-in-class*.

-
- Företags geografiska lokalisering har betydelse då regleringar och legala ramverk skiljer sig åt. Generellt verkar hårdare miljölagstiftning minska företagen ESG-risker. Företag med hög ESG-värdering ska i normalfallet ha gått längre än vad lagen kräver.
 - ESG-värderingar utgör bara ett underlag vid investeringsbeslutet och dess genomsnittliga vikt är oklar.
 - De som väger in ESG har i sin tur olika strategier – allt ifrån att exkludera företag och branscher som inte uppfyller vissa ESG-kriterier, att använda ESG för att hitta de hållbaraste företagen, att utifrån ESG arbeta med aktivt ägande eller att använda ESG i nischade produkter.

4 Näringslivets syn på ESG-värderingar

I detta kapitel redovisas resultatet av intervjuer med 15 företag. Syftet är att få en bild av i vilken utsträckning finansmarknadens ESG-värderingar utgör en drivkraft för företagens hållbarhetsarbete. I de inledande frågorna som redovisas i 4.1 fokuseras hållbarhet som drivkraft. I avsnitt 4.2 får företagen kommentera de risker och möjligheter med klimatomställningen som högnivågruppen TCFD identifierat. I avsnitt 4.3 och 4.4 redovisas svar på frågor som rör olika aspekter av ESG. Slutligen i 4.5 redovisas företagens syn på olika typer av politiska målsättningar.

4.1 Hållbarhet – en allt viktigare ekonomisk faktor

Vi inledde intervjuerna med övergripande frågor hur företagen ser på hållbarhet som drivkraft innan vi fördjupade frågeställningarna kring ESG. Detta då vi på förhand inte visste i vilken utsträckning företagen över huvud taget vet vad ESG står för. Vidare ville vi veta hur arbetet med hållbarhet utvecklats över tiden samt hur man på företaget arbetar med dessa frågor.

I dag är hållbarhet främst en värderingsstyrd hygienfaktor

Samtliga företag som intervjuats anger att hållbarhet är en viktig drivkraft för dem. Många poängterar samtidigt att hållbarhetsarbetet också är värderingsstyrt och något de gör för att de vill göra det, för att det känns rätt, för att de inte vill förstöra miljön. En respondent framhåller att de arbetar med hållbarhet trots att det i dagsläget inte står högt i kurs för kunden. Många tror dock att hållbarhet kommer att vara en central ekonomisk framgångsfaktor långsiktigt. Både på kort och lång sikt är hållbarhet enligt respondenterna en hygienfaktor, det vill säga att ett visst mått av hållbarhet är ett skallkrav. Ett exempel på detta enligt en respondent är att kunderna väljer mellan olika svanenmärkta produkter. De som inte är svanenmärkta är inte med i matchen. Ett företag framhåller betydelsen av att varumärket associeras med hållbarhet medan ett annat menar att det viktigaste är ”employer branding”, det vill säga hur presumtiva anställda uppfattar företaget.

Miljö lyfts fram som en möjlighet medan sociala frågor handlar om riskhantering i värdekedjorna. Djurvälstånd är enligt en respondent viktigt för kunder men inkluderas inte i hållbarhetsredovisningarna. Ett par företag framhåller att deras viktigaste bidrag till en bättre miljö är att hjälpa andra företag bli hållbarare genom att de använder deras material och produkter.

I företagets framtidsytande planering är dock hållbarhet centralt ...

Samtliga respondenter anger att hållbarhetsfrågornas betydelse ökat de senaste åren. Fem av 10 anser att de ökat kraftigt. Några utvecklar sitt svar kvalitativt och menar att nu är även ledningen engagerade, att frågan tidigare bara handlade om klimat men att hållbarhet nu kommit att omfatta fler frågor. Någon menar att frågan om hållbarhet utvecklats från ”Nice to have” till essentiell. Någon menar att betydelsen varit lika stor tidigare men att möjligheterna ökat.

... och dess betydelse förväntas fortsätta öka

Samtliga respondenter tror också att hållbarhetsfrågornas betydelse mest troligt kommer att öka ytterligare i betydelse och en respondent tror att ökningen kommer att accelerera. En respondent menar dess betydelse beror på hur världen utvecklas. Krig skapar fokus på

andra frågor, handelskrig likaså men givet viss stabilitet ökar hållbarhetsfrågornas betydelse över tid. Klimatförändringarna leder till att vi måste förändra och anpassa oss. Hållbarhet kommer inte att försvinna från agendan. En respondent tillägger att de hoppas att hållbarhetsfrågornas betydelse ökar och att alla trender indikerar det.

Hållbarhetsarbetet integreras och i ett företag är det ett lönekriterium

De flesta företag arbetar, eller har som ambition att arbeta, integrerat med hållbarhet. Respondenterna vittnar om ett starkt engagemang från ledning, styrelse och medarbetare. Samtidigt menar många att kompetensen behöver utvecklas. I ett av företagen är hållbarhetsprestation, inklusive klimatmål, bonusgrundande och ett mål som chefer utvärderas utifrån. Även avseende integreringen av hållbarhet menar flera att företaget gjort en resa de senaste åren då hållbarhet ökat i betydelse. Tematiskt framhåller flera att det är viktigt att arbeta inte bara med klimat utan flera hållbarhetsfaktorer samtidigt som det är omöjligt att göra allt. Många fokuserar på några hållbarhetsmål som de identifierat som de mest väsentliga för företaget.

4.2 Risker men främst möjligheter med klimatomställningen

Då TCFD:s arbete och dess klassificering av olika typer av klimatrisker och möjlighet fått stort genomslag bland investerare, kapitalförvaltare och i hållbarhetsredovisningar ville vi veta hur företagen ser på dessa. Det är ju trots allt företagen som anses påverkas av riskerna och möjligheterna. Nedan redovisas företagens respons på de olika typerna av risker och möjligheter.

Politikrisk avser risken att politiken vidtar åtgärder till exempel i form av regleringar. Endast två företag anser att det finns en politikrisk och nämner att det finns en risk i att politiken främjar en teknik framför andra. Övriga menar istället att det behövs regleringar och att de ser det som en möjlighet. ”Vi vill ha krävande kunder och politiker”. Speciellt tuffare regelverk internationellt tror respondenter gynnar svenska företag då dessa redan ligger långt framme. En respondent pratar länge och väl om behovet av tuffa regleringar och menar att:

”Företagen anpassar sig och att politikernas roll är att sätta ramar och ta ansvar för vilken framtid vi ska leva i”.

Teknikrisk avser risker kopplade till teknikutvecklingen. Även här ser majoriteten av företagen snarare möjligheter än risker. En typ av teknikrisk och möjlighet som lyftes fram av flera respondenter är digitaliseringen. Något företag erkänner att utvecklingen går väldigt fort och att de har svårt att hänga med. Många framhåller betydelsen av att ligga i den teknologiska framkanten.

Marknadsrisk avser risker kopplade till snabba efterfrågeförändringar. Ingen av respondenterna anser att de ser några betydande marknadsrisker men att utvecklingen går snabbt och att det kan vara svårt att hinna med att anpassa sig som företag. De flesta av respondenterna menar att det är viktigt att ha en grön image men att det ännu inte skett några större efterfrågeförflyttningar. Ett företag säger tvärt om att efterfrågan på deras ohållbara produkt inte förväntas minska. Ett annat företag hoppas på en snabbare utveckling avseende efterfrågan på hållbara produkter.

Ryktesrisk avser risken att drabbas i samband med skandaler eller avslöjanden. De flesta anser att ryktesriskerna är betydande och något som det gäller att försöka skydda sig ifrån bland annat genom transparens. Några anser att de har så god koll att de inte bedömer att

de har någon ryktesrisk. Andra menar att det är svårt att ha fullständig kontroll på leverantörskedjan och att de kan drabbas på grund av en komponent som utgör en halv procent av produkten. De framhåller också att rykten kan uppkomma utan grund men ändå ha en negativ effekt.

Reala risker på kort och lång sikt avser effekter av till exempel extremväder som påverkar produktionen, produktionsanläggning eller kunder. Hälften av respondenterna ser reala risker och ger exempel från sin egen verksamhet såsom att extremväder kan orsaka fysiska skador på byggnader och infrastruktur samt påverka råvarukostnader och tillgång till råvaror vid missväxt. Hälften av respondenterna anser inte att de reala riskerna är betydande då det finns andra underleverantörer och att deras utbud är diversifierat samt att riskerna ofta drabbar även konkurrenter.

Marknadsmöjligheter avser möjligheter som uppstår i och med att klimatförändringarna ger upphov till nya behov och krav från kunder. Samtliga respondenter som svarat på frågan ser möjligheter kopplade till klimatförändringarna genom att de alla anser sig ha produkter som kommer att behövas och är klimateffektivare än konkurrenterna.

Resurseffektivisering avser de fördelar i form av lägre kostnader som kan vara konsekvensen av att det ställs krav på ökad resurseffektivitet. De flesta svarar att de ser möjligheter i effektiviseringar och vissa framhåller att detta är en stor möjlighet då de tillhandahåller resurseffektiva produkter medan andra ser det som en nödvändighet men påpekar att de ännu inte fått igen de investeringar de gjort.

Resiliens avser de åtgärder som vidtas kopplade till klimatutmaningen. Det kan innebära att företaget vässar sin verksamhet och blir mer resilient. Något företag menade att de blir mer resilienta av att arbeta med hållbarhet. De flesta hade dock inga synpunkter på detta.

Det övergripande intrycket är att företagen generellt ser risker som möjligheter samtidigt som de tonar ner de ekonomiska möjligheter TCFD identifierat. Arbete med hållbarhet är värderingsstyrt och arbetet är långsiktigt. På kort sikt utgör detta arbete en kostnad men en nödvändig sådan.

4.3 ESG-värderingar som drivkraft

Efter att inledningsvis ställt frågor om hållbarhet generellt och TCFD:s risker och möjligheter ställde vi frågor om företagets kunskap om ESG, om de arbetar för att höja sin ESG-värdering och vilka åtgärder de i så fall vidtar. Dessa svar syftar till att ge kunskap om huruvida finansmarknadens ESG-värdering utgör en drivkraft för företagets hållbarhetsarbete.

Företagens kunskap om ESG varierar

De flesta företagen vet vad ESG står för. Ungefär hälften har hyfsad koll och några är väl insatta. Tre respondenter understryker att de inte använder begreppet internt. Det begrepp som användas är hållbarhet. Två respondenter vet inte vad ESG står för.

En majoritet uppger att de har koll på det egna företagets ESG-värderingar och ranking. Endast en respondent erkänner att de inte har kunskap om företagets ESG-värdering. En motivering till att inte ha ordentlig koll är att värderingarna och ranking inte är något som är viktigt för ägare och investerare.

De som arbetar för att höja sin ESG-värdering gör det främst genom förbättrad kommunikation

Fler än hälften av respondenterna svarar att de inte arbetar för att höja företagets ESG-värdering/ranking. Knappt hälften har allmänt hållna ambitioner att höja sin värdering. Ett par har tydliga mål såsom att kvalificera sig för Dow Jones Sustainability Index (2). Någon menar att värderingen snarare ett kvitto än ett mål i sig självt.

Det är dock tydligt från intervjuerna att ESG-värderingar och ranking inte är en huvudsaklig drivkraft för företagens hållbarhetsarbete. Dessa relativt stora företag har ofta egna hållbarhetsmål och strategier. ESG är sekundärt. Några lyfter dock fram ESG-värderingar och ranking som viktiga internt – hög ranking skapar intern stolthet. Några respondenter framhåller dock att det är viktigt för aktiekursen och att det kan ha betydelse för tillgång till kapital. De flesta ser inte att högre ESG-värdering ger ökad tillgång till kapital men reflekterar över frågan och kommer fram till att läget i dag innebär att det inte är någon brist på kapital och att det är billigt men att läget kan förändras. De som arbetar för att höja sina ESG-värderingar har framförallt gjort det under de senaste åren, däremot framhåller flera att de arbetat med hållbarhet under en längre period.

De åtgärder som företagen vidtar för att höja sin ESG-värdering är i första hand att lämna så tydlig information som möjligt och att kommunicera de hållbarhetsåtgärder som företaget gör. De flesta svarar dock inte på vilka åtgärder de vidtar för att höja sin ESG-värdering men lyfter fram åtgärder som syftar till ökad hållbarhet.

Företagens bedömer att de åtgärder de vidtar leder till reallt minskad miljöpåverkan

De åtgärder som vidtas anses av huvuddelen av respondenterna ha stor real effekt på miljöprestandan. De åtgärder som avses har dock inte genomförts för att höja ESG-värderingarna utan för ökad hållbarhet. Några menar att de inte har koll på de reala effekterna och att dessa kan vara svåra att mäta.

Hållbarhetsåtgärder bidrar till ökad konkurrenskraft men länken till ökade förädlingsvärden är osäker

Flera respondenter svarar jakande på frågan om åtgärder för att öka ESG-värderingen (hållbarhetsåtgärder) positivt påverkar deras förädlingsvärde och omsättning. Andra framhåller att det är svårt att länka åtgärderna till ekonomiska effekter. Ett par respondenter förväntar sig positiva effekter på längre sikt. Andra hävdar att åtgärder leder till resurseffektiviseringar som sänker kostnaderna samtidigt som de leder till innovationer som bör vara positiva på längre sikt. Åtgärderna ses som en investering och en försäkring.

Kopplingen mellan ESG-värderingar/hållbarhet och konkurrenskraft verkar vara tydligare än till förädlingsvärde. De flesta svarar utan att tveka att de anser att åtgärder som ökar företagets ESG-värdering eller hållbarhet ökar deras konkurrenskraft. Ett företag menar att det är en hygienfaktor. ”Att avstå att arbeta med hållbarhet innebär att man sänker sig – man behöver inte vara branschledande men hålla jämn takt med sina konkurrenter”. En annan respondent menar tvärtom att det är avgörande att vara ”best in class”. Detta ur ett konkurrensperspektiv eftersom många investerare plockar ihop sina portföljer baserat på företag som är topprankade inom olika branscher.

Spontant anger många respondenter betydelsen av hållbarhet för att kunna attrahera kompetent arbetskraft och särskilt i den yngre generationen. Unga vill inte arbeta för

företag som inte tar hållbarhetsfrågor på allvar. Flera respondenter svarar också att hållbarhet är viktigt som en intern drivkraft – ”Vi vill göra gott”. Två respondenter lyfter fram tillit och trovärdighet som viktiga värden. ”Vi lever i en annan värld i dag där transparens och tillit är viktigt”.

Företagen är tveksamma till om ESG är ett bra mått på hållbarhet

Endast en respondent anser att ESG är ett bra mått på ekologisk och social hållbarhet. Fyra respondenter är tveksamma. Någon anser att det inte är ett heltäckande mått och flera tycker att det är svårt att säga. Någon menar att frågorna som ESG-värderare ställer är relevanta men att de inte fångar alla områden av betydelse. Ett par respondenter hävdar bestämt att ESG-värderingar inte är något bra mått på hur hållbart ett företag är. En respondent hoppas att det är det medan en annan retoriskt svarar att det väl bör vara så.

Företag inom branscher med stora hållbarhetsproblem anser att det viktigaste är att värdera hur miljöeffektiv produktionen är och stödjer relativ bedömning, ”best in class”, av företag.

ESG-värderarnas frågor kan vara betungande men upplevs mest som utvecklande

Det är en mycket stor variation avseende i vilken utsträckning företagen kontaktas av ESG-värderare och hur betungande de tycker att det är. Många företag får väldigt mycket förfrågningar, både i form av enkäter och personliga kontakter och möten genom vilka ESG-värderarna vill ha information. Vissa företag upplever det som betungande medan andra tycker att frågorna är relevanta och att det hjälper dem att kommunicera sitt arbete med hållbarhet och att vässa det egna arbetet. Andra företag uppger att de inte får några frågor eller enkäter alls. Endast ett företag anger att de får enstaka förfrågningar. Under förra året (2017) var det många som frågade om ”science based targets”, det vill säga hur de ska bidra till att minska sin klimatpåverkan i linje med vad Parisavtalet kräver.

Personliga samtal är mer givande än enkäter

Det är också en stor variation i hur väl företagen anser att ESG-värderarnas frågeställningar speglar en förståelse för deras verksamhet. Många menar att det varierar från analytiker till analytiker. Generellt anses de personliga mötena vara mer givande än de enkäter som vissa värderare skickar ut. Enkäterna är standardiserade och inte anpassade.

ESG-värderarnas frågor fångar inte alltid det som är väsentligt (materiellt) för företagen men någon påpekar att det har blivit bättre och flera respondenter svarar att de då själva ser till att berätta det för värderarna.

Omdömet om värderarna varierar mycket. De större specialiserade värderarna får generellt positiva omdömen. Det som är tydligast är dock att det är de personliga kontakterna som anses vara de mest kompetenta. Att vissa värderare också säljer konsulttjänster med syfte att företaget ska höja sin ESG värdering lyfts fram av flera respondenter som något som skadar deras objektivitet.

4.4 Internationella hållbarhetsmål viktigare än nationella

FN:s globala hållbarhetsmål (SDG), Agenda 2030, har haft ett enormt genomslag. Bland de företag vi intervjuade anger 11 av 15 att de globala målen är viktigast. Flera företag har, eller är på väg att ”mappa” sin verksamhet mot de globala målen medan några fokuserar på de mål som är mest relevanta för deras verksamhet. Två företag anger att Parisavtalet är viktigast.

Att SDG:erna fått ett sådant genomslag motiveras dels med att målen är globala och därför kan användas av företaget i alla deras internationella verksamheter, dels av att ikonerna och texten är lättillgänglig och att målen upplevs som relevanta. De som nämner Parisavtalet nämner samtidigt att de har, alternativt inte har, fastställt ”Scientific targets” för sin verksamhet.

En respondent menar att den svenska klimatlagen är lite för ny för att ha gjort avtryck i företagets målsättningar. Många respondenter framhåller att de följer de svenska miljömålen men att det främst sker genom att de följer svensk miljölagstiftning.

Andra initiativ och mål som lyfts fram är: EUs kemikalielagstiftning REACH, den svenska regeringens initiativ om jämställd byggsektor, att företagets verksamhet i UK fokuserar på förnyelsebar energi eftersom det är ett politiskt mål där, djurvälstånd, att parisavtalet förutsätter tillgång till förnyelsebara bränslen och tankmöjligheter i norra Sverige, plastdirektivet, fossilfritt Sverige 2045, svensk livsmedelslagstiftning, spårbarhet, cirkulär ekonomi. För olika företag är olika alltså olika miljömål viktiga.

4.5 Sammanfattning

- Företagen vittnar om att hållbarhetsfrågors betydelse ökat kraftigt och de förväntar sig att betydelsen fortsätter öka i framtiden.
- Från att ha varit en fråga för någon hållbarhetsansvarig person på företaget är det i dag en fråga som styrelsen och ledningen prioriterar och som företaget arbetar med i hela organisationen.
- Hållbarhetsrelaterade risker identifierade av TCFD uppfattas av företagen i huvudsak som möjligheter. Den risk som de flesta erkänner är teknikrisken och främst digitaliseringen där de upplever att utvecklingen går fort och vissa att de har svårt att hänga med.
- Generellt uppfattar företagen kunder och politikerns krav på hållbarhet som positivt och att det gynnar dem själva och svenskt näringsliv relativt omvärlden.
- Företagens kunskaper om ESG varierar och många är inte insatta i begreppet. Själva använder det begreppet hållbarhet och en egen inriktning baserat på vad som är väsentligt för företaget.
- För några är dock ESG en viktig indikator och ett sätt att kvalificera sig till exempelvis Dow Jones sustainability index eller ett sätt att bli inkluderad i hållbara fonder.
- Hållbarhet är enligt de flesta avgörande för företaget på lång sikt och redan i dag för konkurrenskraften. Länken till ekonomisk avkastning är dock svår att mäta.
- Som noterats är kunskapen om ESG varierad. De flesta är dock tveksamma till om ESG är ett mått på hur hållbart ett företag är. Endast en respondent anser att ESG är ett bra mått på hållbarhet.
- Företagen uppfattar generellt att kontakten med ESG-värderare är givande och viktig. Hur mycket kontakter de har är väldigt varierande.
- FN:s hållbarhetsmål (SDG) har haft ett enormt genomslag och i stort sett alla företag arbetar mot dessa eller delar av dessa mål. För några är dock Parisavtalet viktigast. De svenska målen ses mer som legala mål för verksamheten i Sverige.

5 ESG-värderingar som ett mått på näringslivets gröna omställning

Ett bra mått karakteriseras av hög validitet och hög tillförlitlighet, det mäter rätt sak med hög noggrannhet, samt en relativt låg kostnad, det ska löna sig att göra mätningen. I detta kapitel analyserar vi i vilken utsträckning dessa kvaliteter gäller för ESG-värderingar som ett mått på en grön omställning av näringslivet.

5.1 Validitet

Inledningsvis så måste det konstateras att ESG-värderingar inte är avsedda att vara ett mått på näringslivets gröna omställning som sådant. De är avsedda att spegla näringslivets hållbarhetsrelaterade (inklusive gröna) risker och möjligheter. Dessa syften har dock i praktiken mycket gemensamt. En rimlig partiell definition på den gröna omställningen skulle kunna vara att hållbarhetsrelaterade risker och möjligheter, av den typ som beskrivs av TCFD (se tabell 1), minskar⁴. Konceptuellt finns det därför anledning att tro att ESG-värderingar skulle kunna utgöra ett värdefullt mått på omställningen.

ESG-värderingar fokuserar på om och hur företagen är exponerade mot olika typer av risker, däribland politik-, marknads- och ryktesrisker samt reala fysiska risker. Om politiken och kunderna inte kräver hållbarhet så kommer alltså heller inte ESG-värderingar reflektera hållbarhet förrän de reala riskerna realiserar och klimatförändringar därmed redan är ett faktum. ESG-värderingarnas validitet som mått på grön omställning påverkas således inte bara av de reala riskerna utan även av politik och den allmänna opinionen. Om det är lagligt och lönar sig att förorena eller om konsumenterna inte är villiga att betala för hållbarhet så är de risker ESG-värderingar fångar upp mindre viktiga för företagen. Finansiell och miljömässig materialitet överlappar på lång sikt men för att ESG-värderingarna i dag ska fånga vilka företag som är mest hållbara har politiken och kunders efterfrågan stor betydelse. Till exempel har det stor betydelse för ESG-värderingar om negativa externa effekter förväntas internaliseras genom regleringar.

E, S, G – aspekterna tre

Den akademiska litteraturen och diskussionen inom finansbranschen har huvudsakligen fokuserat på vilken av de tre aspekterna eller dimensionerna av ESG-värderingar som egentligen driver korrelationen med finansiell prestation. Från perspektivet att ESG-värderingar eventuellt kan användas som mått på den gröna omställningen så är det dock viktigare om inkluderandet av social och styrningsmässig hållbarhet förstärker eller försvagar kopplingen mellan miljömässig hållbarhet och ESG-värdet. Vissa ESG-leverantörer argumenterar för att miljömässig hållbarhet exempelvis inte kan uppnås utan stark styrning. De tre dimensionerna skulle då vara nära sammanbundna. Det går dock att hitta exempel på företag som till exempel är socialt hållbara men fortfarande producerar miljömässigt ohållbara produkter. Det är en öppen fråga om E-värdet eller det totala ESG-värdet utgör det bättre måttet på även miljömässig hållbarhet.

⁴ Se Marchese et al (2018) för en relaterad akademisk debatt om resiliens, inklusive näringslivets risker och motståndskraft mot dessa, är samma sak som hållbarhet.

Hur eller vad?

Det finns en risk att ESG-värderingar speglar hur företagen arbetar snarare än vad de arbetar med. Ett företag som producerar produkter som i sig är helt ohållbara, som exempelvis inte kommer kunna säljas i en framtid där utsläppen sjunker, kan fortfarande få en hög värdering om de producerar dessa produkter på ett relativt hållbart sätt. Detta är uppenbart ett problem om målet är att mäta hållbarhet i någon absolut mening, inte bara mer hållbara arbetsätt. Det finns även en risk att ESG-värderingar speglar hur företagen arbetar med hållbarhet snarare än vilka bidrag till hållbarhet detta arbete leder till, en brist på fokus på resultat.

ESG-leverantörerna har i stort, genom att anamma *best-in-class*-ansatsen, valt att fokusera mer på hur företagen arbetar, eftersom det är det som skiljer mellan företag i samma bransch. Det finns dock element av värderingarna som sätter fokus på vad företagen gör. Vissa leverantörer viktat vissa enskilda indikatorer högt oavsett bransch, vilket gör att sådana risker som delas av hela branscher trots allt vägs in. Vissa leverantörer gör även analyser som belyser branschens övergripande problem (vad-frågor) som kan användas som komplement till företagsspecifika ESG-värderingar.

Två av de ESG-leverantörer vi intervjuat framhåller att metodutveckling pågår och att nya index, baserade mer på vad än hur, ligger i pipeline. Avvägningen mellan vad och hur är med andra ord inte fixerad och kan komma att utvecklas över tid. I vilken riktning detta sker beror troligtvis på vad som efterfrågas av kunderna samt på branschstandarder som utvecklas med mer eller mindre påverkan från det offentliga.

Yta eller djup?

En annan kritik som ofta riktas mot ESG-värderingar är att de mäter hur duktiga företagen är på att rapportera om hållbarhet, snarare än hur hållbara de är. Vissa av indikatorerna (policy, åtgärder), och de leverantörer som förlitar sig mer på sådana, är mer känsliga för den kritiken än andra. Många av leverantörerna ser företagens egen rapportering som startpunkten för sin analys men letar sedan efter motsägelsefulla signaler. Icke-rapportering eller om företagen inte svarar på ESG-leverantörens frågor uppfattas ofta som en mycket negativ signal och kan ha betydande negativ effekt på värderingen.

Företagen uppfattar från sin sida att det går att kraftigt förbättra sin ESG-värdering enbart genom att förbättra sin rapportering. De vanligaste åtgärder som företagen vidtar specifikt för att höja sin ESG-värdering är även att lämna så tydlig information som möjligt och att kommunicera de hållbarhetsåtgärder som företaget gör. Detta även om man har ett bredare arbete för att göra företaget mer hållbart. Endast en liten minoritet av de företag vi intervjuat anser att ESG är ett bra mått på näringslivets ekologiska eller sociala hållbarhet, inte minst för att viktiga aspekter av hållbarhet inte beaktas.

Dåtid, nutid eller framtid?

En svår fråga är om ESG-värderingar endast speglar historisk prestation eller om de faktiskt har förmågan att förutspå framtida risker och möjligheter. De olika typer av indikatorer som värderingarna bygger på – det vill säga policyindikatorer, åtgärdsindikatorer, resultatindikatorer, kontroverser och lösningsindikatorer – har rimligtvis olika möjligheter att plocka upp framtida utvecklingar. En policy ska verka i framtiden men behöver inte fungera, åtgärder justerar för nu kända problem, resultat och kontroverser är historiska men kan vara varningssignaler, lösningar är av naturen framåtblickande.

Det är en empirisk fråga om leverantörerna lyckas hitta de indikatorer som fångar företagens framtida utveckling. Kunderna på finansmarknaden har definitivt ambitionen att förutspå framtiden och på så sätt skapa värde över tid. Empirin pekar också på att de har hittat rätt och att ESG-värderingar åtminstone inte är negativt korrelerad med finansiell prestation (Tillväxtanalys, 2017) även om vi vet mycket mindre om de exempelvis korrelerar med framtida exempelvis utsläpp.

5.2 Tillförlitlighet

Ett tillförlitligt mått kännetecknas av att upprepade mätningar, från olika eller samma värderare, ska ge samma resultat.

Brist på samstämmighet

Det finns i tidigare forskning och analyser konsensus om att ESG-värderingar från olika värderare inte korrelerar speciellt väl med varandra (TrueValue Labs, 2017). ESG-leverantörerna ger helt enkelt inte samstämmiga svar på vilka företag som är hållbara eller inte (vi saknar evidens om samstämmighet över tid eller mellan analytiker inom samma ESG-leverantör).

Frågan är då om diskrepanserna mellan ESG-leverantörerna är ett problem. Syftet med ESG-värderingar från kundernas perspektiv är ju att de hjälper dem identifiera företag som kommer gå bättre än marknaden i övrigt. Det handlar alltså om att hitta en bättre värderingsmodell än andra investerare, att se det som andra inte ser. Ur det perspektivet är det inte konstigt utan snarare önskvärt att ESG-leverantörerna skiljer sig åt, de måste ju differentiera sig från sina konkurrenter.

Från perspektivet att ESG-värderingar bör vara ett mått på hållbarhet eller en grön omställning är bristen på korrelation dock bekymrande. Tillförlitligheten mellan värderare är låg. Samtidigt är det kanske orealistiskt att se olika ESG-värderare som tillhandahållare av samma mått. ESG-värderingar är mer ett samlingsnamn på en ambition, nämligen att genom att inkludera hållbarhetsinformation i investeringsbeslut skapa ekonomiskt värde, än en enskild metod eller mått.

Jämförbarhet över tid en utmaning

ESG-värderingar etablerar inte (i dagsläget) en absolut nivå eller definition av hållbarhet med vilken företagen jämförs. Det rör sig om relativ hållbarhet, företagen jämförs med varandra. Vi kan inte med hjälp av ESG-värderingar säga att ett enskilt företag eller det svenska näringslivet är helt hållbart. Det medför att måttet huvudsakligen skulle kunna användas som ett relativt mått över tid, det vill säga att stigande ESG-värderingar indikerar en pågående omställning.

Här finns dock ett skal-problem då det som i dagsläget utgör den övre gränsen av ESG-värderingars skala knappast kan säga vara absolut hållbart. Skalorna kan alltså behöva korrigeras när vår förståelse och målsättningar för hållbarhet utvecklas (vilket försvårar jämförelser över tid). Hos vissa leverantörer sker detta löpande, andra har hållit fast vid sina skalor under längre tid. Vid en övergång till en ny skala så behöver detta tydliggöras och den nya skalan projiceras och matchas med den gamla.

Bristande jämförbarhet över branscher och företag av olika storlek

Jämförbarhet över tid är en viktig aspekt av ett bra mått, en annan är jämförbarhet mellan företag inom samma tidsperiod. Här finns två betydande problem. Det första är att

täckningsgraden är låg när det kommer till svenskt näringsliv. Det går inte att ge ett entydigt svar på hur stor andel av ekonomin som blivit värderad, eftersom det finns många olika värderare, men Sverige anses vara en nischmarknad av alla större ESG-leverantörer.

Företagspopulationen innehåller ett mycket stort antal småföretag som inte blivit värderade. Storföretagen, som i högre utsträckning har blivit värderade, utgör å andra sidan lejonparten av ekonomin i termer av antal anställda eller omsättning. Det finns dessutom ett väl etablerat positivt samband mellan storleken på företag och deras ESG-värderingar. Detta beror delvis på tillgängligheten av data men också på värderingsmetodik, snarare än att storföretagen systematiskt är mer hållbara. Små företag har mer begränsade resurser att delta i ESG-leverantörernas undersökningar. Även flera av de storföretag vi intervjuat uppger att de måste välja vilka enkäter de svarar på.

Den låga täckningsgraden, skevheten i populationen samt systematiska mätproblem vad gäller mindre företag leder till stora frågetecken kring ESG-värderingar som ett bra mått på hela näringslivets gröna omställning.

De flesta ESG-leverantörer arbetar enligt en *best-in-class*-ansats som syftar till att företagen ska kunna jämföras med sina konkurrenter inom samma bransch. Det medför en viktning av indikatorerna bransch för bransch och omöjliggör jämförelser mellan branscher. Detta är även ett problem för jämförelser över tid eftersom Sveriges branschstruktur förändras, inte minst på grund av själva den gröna omställningen.

5.3 Slutsats: Ett branschspecifikt mått med bristande täckning

ESG-värderingar har en potential som ett mått på grön omställning. De bidrar med ny information och täcker många hållbarhetsaspekter av företagets verksamhet. Vår slutsats är dock att ESG-värderingar som mått på näringslivets gröna omställning är omgärdat med begränsningar. Både validitet och tillförlitlighet påverkas negativt av den *best-in-class* ansats som de flesta större ESG-leverantörer arbetar efter. ESG-värderingar kan dock utgöra ett branschspecifikt mått på hållbarhet, som täcker många olika aspekter av verksamheten. Ett ständigt utvecklingsarbete avseende ESG-värderingsmetoderna gör dock att det är oklart hur väl måttet ger en rättvis bild av utvecklingen över tid. Ett annat problem är att täckningsgraden vad gäller svenskt näringsliv är så begränsad att det inte kan användas som ett mått på hur näringslivet i sin helhet utvecklas.

Det finns dock vissa utvecklingar som pekar mot att ESG-värderingar kan komma att bli, eller skulle kunna bli, ett bättre mått än vad de utgör i dagsläget. Dels pågår betydande metodutveckling på flera av de ESG-leverantörer vi intervjuat som kan komma att överbrygga utmaningen med jämförbarhet över branscher. Det återstår att se hur en sådan ny ansats tas emot av kunderna och möter upp förväntningarna.

Ökande intresse bland konsumenter för hållbarhet innebär att företagens lönsamhet i större utsträckning kan komma att påverkas mer av deras hållbarhetsarbete, en tydlig risk som ESG-värderingar borde vara lämpade att fånga upp. Om lagstiftning leder till internalisering av kostnaderna för externaliteter, främst utsläpp, så skulle kopplingen mellan företagets hållbarhet och deras lönsamhet stärkas, vilket skulle reflekteras i ESG-värderingarna. Marknadens och politikens utveckling påverkar alltså hur väl ESG-värderingar speglar hållbarhet.

Mer harmoniserad och mer vitt spridd rapportering av ESG-risker av företagen i exempelvis årsrapporter, det vill säga högre transparens, borde rimligtvis leda till mer samstämmiga ESG-värderingar då tillgången till data minskar behovet av subjektiva

bedömningar. Likaså skulle en utveckling av branschstandarder på ESG-marknaden kunna leda till större samstämmighet och högre tillförlitlighet.

Slutligen så skulle högre efterfrågan för ESG-värderingar av svenska företag kunna leda till en högre täckningsgrad. Denna högre efterfrågan skulle kunna komma från både privata och offentliga aktörer. Att kreditvärderingsinstituten ger sig in på marknaden skulle även det kunna driva på för en högre täckningsgrad samt en märkbar skillnad i kapitalkostnad eftersom de redan i dagsläget bidrar med annan information om en stor mängd företag.

6 ESG-värderingar som en drivkraft för näringslivets gröna omställning

De företag vi intervjuat ser nästan allihop hållbarhet som en viktig drivkraft i både den pågående och framtida verksamheten. Det efterfrågas av medarbetare och ibland kunder och ses ofta som ett värderingsstyrt arbete, något utöver vinstintresset. Frågan vi ställer oss är om ESG-värderingar i sig kan vara en ytterligare drivkraft för företagen. Här ser vi två potentiella kanaler eller kausala kedjor som en sådan drivkraft skulle kunna verka genom. Dels så kan ESG-värderingar påverka företagens tillgång till och kostnad för finansiering, dels så kan de vara ett värdefullt läromedel som informerar det egna hållbarhetsarbetet. Innan vi behandlar dessa kanaler är det viktigt att påpeka att ESG-värderingar kan utgöra en drivkraft för företagen, det vill säga modifiera deras beteende, utan att för den delen göra dem mer hållbara. Endast om ESG-värderingar har validitet som ett mått på hållbarhet, och till exempel inte bara reflekterar hur duktiga företagen är på att rapportera, så kommer drivkraften dra företagen mot hållbarhet.

6.1 ESG-värderingar och tillgång till kapital

Tre faktorer borde rimligtvis vara av stor betydelse för att ESG-värderingar ska kunna påverka företagen i hållbar riktning genom finansiellt tryck. Företagens måste vara medvetna om sina värderingar och deras effekter, ESG-värderingarna måste utgöra ett tydligt mål och företagens tillgång till kapital respektive kostnad för finansiering måste påverkas av värderingarna.

Medvetenheten varierar men ökar

För att ESG-värderingar ska vara en oberoende ekonomisk drivkraft på företagen så måste företagen först och främst vara medvetna om sina ESG-värderingar och de eventuella finansiella effekter de får. Om de inte är det så kan företagen inte styra mot bättre värderingar, även om deras värderingar faktiskt skulle påverka exempelvis aktiekursen.

Bland de företag vi intervjuat observerar vi en stor variation i medvetenheten. En viss del av variationen kan säkert förklaras av företagens interna organisation, hållbarhetsfrågans förankring i ledningen, företagens storlek och exponering mot finansmarknaden. Generellt är det sannolikt att medvetenheten kommer öka över tid, eftersom mängden förvaldade tillgångar som inkorporerar någon form av ESG-analys ökar.

ESG-värderingar upplevs som slumpmässiga

Om ESG-värderingar ska kunna utgöra en drivkraft för näringslivet så måste de dra i en tydlig riktning. De måste utgöra ett tydligt mål som företagen kan styra emot.

Förra avsnittet behandlade ESG-värderingarnas tillförlitlighet ur perspektivet att de skulle kunna användas som mått, men en begränsad tillförlitlighet innebär rimligtvis också att de utgör en svagare dragkraft. Om företagen inte upplever att olika ESG-leverantörer kommer till helt olika slutsatser så minskar incitamenten att sträva efter en bättre värdering, det kanske är mer rationellt att vänta och se om man värderas bättre av en annan leverantör. Flera av de företag vi intervjuat uppfattar att frågorna de får från ESG-leverantörerna inte uppvisar en förståelse av verksamheten. De uttrycker även en frustration över att ESG-värderingar inte baseras på vad de själva upplever är korrekt information och att de inte

speglar företagets hållbarhetsarbete särskilt väl. ESG-värderingar uppfattas med andra ord som något slumpmässiga, vilket borde göra dem mindre relevanta som drivkraft.

I sammanhanget är det värt att nämna att ESG-leverantörernas *best-in-class*-ansats antagligen leder till tydliga mål. Det är helt enkelt lättare och tydligare för företagen att satsa på att vara mest hållbara inom sin bransch, snarare än att byta bransch eller göra mer radikala förändringar för att uppnå hållbarhet i någon absolut mening. Det torde tala för värderingarnas roll som en positiv drivkraft, även om de mål som nås är mindre ambitiösa.

Endast en minoritet av näringslivet exponerat

Det sista och kanske mest centrala steget för att ESG-värderingar ska verka som en direkt ekonomisk drivkraft är att företagets tillgång till och kostnad för finansiering faktiskt ska påverkas. Vi ser att flera faktorer samverkar så att detta endast i undantagsfall är läget idag.

För det första så är en stor del av svenska näringslivet inte direkt exponerade mot de marknader där ESG-värderingar används. Det är i stort sett endast de större, börsnoterade bolagen som lyfter majoriteten av sin finansiering från externa, publika marknader. Banklån, obligationer och eget kapital påverkas som regel inte, eller tar inte hänsyn till, ESG-värderingar, även om de teoretiskt ibland skulle kunna göra det. Även inom gruppen börsnoterade svenska bolag så är det inte alla bolag som fått en ESG-värdering eftersom Sverige räknas som en nisch-marknad av de större aktörerna.

Även bland de investerare som tar hänsyn till ESG-värderingar, vilket visserligen är en snabbt växande skara, så utgör värderingarna endast ett av flera informationsunderlag. Den vikt som läggs vid värderingarna varierar kraftigt mellan investerare. Att som investerare avvika från index genom att lägga stor vikt vid ESG-värderingar räknas som en risk. Det här är en risk som förvaltare endast har begränsat mandat att ta. ESG-värderingar kan därför sällan få ett komplett genomslag på investeringsbeslutet.

Vissa företag strävar efter att hamna högst i rankingar eller speciella hållbarhetsindex eftersom de upplever att det då kan påverka deras finansiering. Det är dock inte styrkt av våra intervjuer att ESG-värderingar utgör en drivkraft för företag som inte på det sättet befinner sig på toppen.

Slutligen kan vi konstatera att svensk ekonomi för tillfället befinner sig i en högkonjunktur där företagen generellt har god tillgång till billigt kapital. ESG-värderingar, om de påverkar kapitalströmmar, kommer antagligen ha större effekt i situationer där företagen har svårare att säkra finansiering.

6.2 ESG-värderingar som ett instrument för lärande

Villkoren för att ESG-värderingar ska ha en lärande effekt och driva på den gröna omställningen på det sättet har mindre att göra med kopplingen till finansmarknaden. Snarare är det möjligheten till relevanta och hjälpsamma kommentarer om verksamheten ur ett hållbarhetsperspektiv som står i centrum.

Relevanta och hjälpsamma, inte likadana

ESG-värderingar är en extern konsulttjänst, som visserligen betalas av tredje part, med syfte att identifiera risker och möjligheter för det enskilda företaget. De värderade företagen har rimligtvis intresse av att höra de goda idéer som någon betalat för att producera, givet att de kommer från relevant kompetens och i rätt format.

ESG-värderingar utförs av specialiserad personal som i många fall har detaljerad insikt i de hållbarhetsrisker och möjligheter som olika branscher står inför. Det är kompetens som inte alltid finns inom företaget, särskilt inte kunskap om hur andra företag i samma bransch arbetar. Flera av de företag vi intervjuat upplever värderingsprocessen som utvecklande. Särskilt de personliga kontakterna där man kan ha en dialog, snarare än standardiserade enkäter, upplevs som givande. Även de specialiserade, internationella ESG-leverantörerna får generellt goda omdömen.

Man kan konstatera att värderingarna generellt inte är fokuserade på hur det enskilda företaget kan göra bättre ifrån sig. Det sker dock indirekt genom att peka ut områden där företagen är svagare än sina konkurrenter. Många ESG-leverantörer skriver också branschspecifika rapporter där de pekar ut fördömen och goda exempel, som i kombination med den enskilda värderingen kan ge goda uppslag för hur ett företag kan bli mer hållbart.

För flera aktörer är ESG-värderingen snarare än startpunkt än ett betyg. Aktiva ägare kan med hjälp av en värdering engagera sig i bolagets styrning och strategi. Det finns nu en liten men växande grupp investerare som specialiserar sig på att hitta företag med dåliga ESG-värderingar och genom att förbättra dem öka bolagets värde. Själva ESG-leverantörerna tillhandahåller dessutom reguljära konsulttjänster till företag som vill förbättra sin hållbarhet och värdering.

Från perspektivet att ESG-värderingar ska leda till lärande så är det inte helt nödvändigt att olika värderingar ska överensstämja med varandra. Det viktiga är de kan påpeka punkter där företaget kan bättra sig och en variation av åsikter och värderingar kan då närmast vara positiv. Precis som vi argumenterade i förra avsnittet så kan ESG-leverantörernas *best-in-class*-ansats möjligtvis leda till tydligare mål och mer specifika förslag på åtgärder än en ansats baserad på en absolut definition av hållbarhet.

Tillgänglighet och transparens bristfällig

För att företagen ska kunna ta till sig de lärdomar som ESG-värderingarna eventuellt innehåller så behöver de vara tillgängliga och transparenta.

Flertalet av de företag vi intervjuat är medvetna om sin värdering från åtminstone någon leverantör. I normalfallet får företagen tillgång till sin egen värdering och de data den är baserad på, när den väl är utförd. Men det sker inte alltid per automatik, företagen måste själva begära den informationen. Även i de fall då de har tillgång till informationen så är det svårt för dem, precis som för ESG-leverantörernas kunder, att få insyn i på vilka grunder alla indikatorer vägts samman till ett slutgiltigt betyg.

6.3 Slutsats: En marginell drivkraft för ett mindre antal aktörer

De företag som ingår i vår studie ser nästan alla hållbarhet som en stark drivkraft både i nuläget och framöver. Vi ser dock flera frågetecken kring om ESG-värderingar i dagsläget utgör en betydande drivkraft för den gröna omställningen. Den grupp företag vars finansiering påverkas av värderingarna är troligtvis liten och värderingarna är inte samstämmiga nog för att utgöra ett tydligt mål att styra mot. Det är mer sannolikt, även om vi saknar empiri för att avgöra utsträckningen, att ESG-värderingar kan utgöra ett läromedel eller en startpunkt för diskussioner om hållbarhet mellan företag och investerare.

Vi kan se att vissa möjliga utvecklingar eventuellt skulle kunna stärka ESG-värderingar som drivkraft. Framst av dessa, utefter de intervjuade företagens reflektioner, vore om

tillgången till kapital minskade, kanske till följd av en lågkonjunktur. I en sådan situation så skulle även en marginellt bättre tillgång till kapital på grund av en god ESG-värdering vara lönsam för företagen.

Det pågående arbetet med att skapa ”hållbara index” på världens börser skulle också kunna minska motsättningen mellan att beakta ESG-risker och aktiv risk, och därmed öka genomslaget för ESG-värderingar i investeringsbeslut. Effekterna beror sannolikt på den exakta reglering som genomförs, vilket förtjänar noggrann analys.

Främst av allt, om intresset bland investerare för hållbarhet ökar, både i utbredning och i intensitet, så kommer ESG-värderingar troligtvis få större inflytande över företagens finansiering. I slutändan avgörs intresset av om hållbarhet verkligen lönar sig, för företagen och för investerare. Detta beror i sin tur beror på vad konsumenterna efterfrågar, vad politiken begär och hur de reala klimat och miljöriskerna utvecklas.

7 Sammanfattande slutsatser och policyimplikationer

Resultaten av detta PM bekräftar att intresset för hållbarhet och ESG-värderingar ökat kraftigt inom finansmarknaden och bland företagen. Intresset har lett till mängder av konkreta åtgärder i form av internationella standarder för hållbarhetsredovisning, policydirektiv och riktlinjer för hur ESG-värderingar i ökad utsträckning integreras i investeringsmodeller och beslut. Utvecklingen går mycket snabbt.

I detta PM har vi med hjälp av litteraturstudier samt intervjuer med finansmarknadsaktörer och företag sökt fånga utveckling avseende ESG-värderingar. Vi har dels analyserat om finansmarknadens ESG-värderingar kan ses som ett mått på näringslivets gröna omställning, dels om ESG-värderingarna utgör en drivkraft för företagens hållbarhetsarbete.

En tydlig slutsats är att ESG-värderingar i dagsläget inte har de kvaliteter som krävs för att kvalificera som ett mått på näringslivets gröna omställning. ESG-värderingarna görs av många olika aktörer, med olika syften och det saknas standarder, liksom tillräcklig transparens för att de olika leverantörernas mått ska kunna jämföras. Värderingarna kan i bästa fall indikera hur företag i samma bransch förhåller sig till varandra där de företag som har högst värderingar sannolikt har lägre hållbarhetsrisker. Värderingarna kan inte heller jämföras över tid då metoderna utvecklas och företagen blivit bättre på att redogöra för sitt hållbarhetsarbete utan att vi kan avgöra i vilken utsträckning det relaterar till deras reala miljöpåverkan. Den andel av näringslivets företag som finansmarknaden intresserar sig för och värderar är främst stora multinationella företag vilket också begränsar måttets relevans.

En andra slutsats är att ESG-värderingar inte utgör en drivkraft för huvuddelen av företagens hållbarhetsarbete. Kunskapen hos företagen om finansmarknadens ESG-värderingar är högst varierad. Utifrån de intervjuer vi genomfört som omfattar större börsbolag är slutsatsen att endast ett fåtal har djupare kunskap om ESG-värderingar och endast ett fåtal har som mål att öka sin ESG-värdering och bli ”best in class”. Samtliga företag ser dock hållbarhet som central för deras konkurrenskraft och framtida lönsamhet även om de har svårt att kvantifiera eller på annat sätt styrka kopplingen mellan hållbarhetsarbetet och företagets ekonomiska prestation.

Utifrån ett policyperspektiv visar finansmarknadens ökade intresse för företagens hållbarhetsrisker och möjlighet att dessa frågor inte bara är viktiga ur ett miljömässigt hållbarhetsperspektiv utan att det också är frågor av ekonomisk betydelse. Det behövs dock mer kunskap om hur ESG och ekonomisk prestation interagerar och hur politiska åtgärder bäst bidrar till en konkurrenskraftig grön omställning. En central fråga där det saknas forskning är hur sambandet mellan ESG-värderingar och real hållbarhet ser ut.

Slutligen måste det påpekas att ESG-värderingar utgör en av flera länkar i en kedja mellan investerare och investeringsobjekt. En kedja är som bekant bara så starkt som sin svagaste länk. De svagheter och styrkor hos ESG-värderingar, i termer av deras roll som drivkraft eller mått på hållbarhet, som vi noterat här måste alltså sättas i kontext till marknadens övergripande funktionssätt och transparens.

Vi kommer att belysa dessa frågor i kommande delstudier inom ramprojektet *”Kan finansmarknadens hållbarhetsvärderingar bidra till näringslivets gröna omställning och ger det i så fall en roll för staten?”* som i sin helhet planeras avrapporteras under 2019.

Referenser

- CFA Institute (2017). Environmental, Social and Governance (ESG) Survey.
- Cheng I-H and Hong, H.G. och Shue K (2016). "Do Managers Do Good with Other Peoples' Money?", AFA 2013 San Diego Meetings Paper; UCD & CalPERS Sustainability & Finance Symposium 2013; Fama-Miller Working Paper; Chicago Booth Research Paper, no. 12:47. <https://ssrn.com/abstract=1962120>, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1962120>
- Dervall et al 2005
- EU High Level Expert Group on Sustainable Finance – HLEG (2018). Financing a Sustainable European Economy, Final Report.
- Fama, E. (1965). "The Behavior of Stock-Market Prices", The Journal of Business, vol. 38:1, s. 34–105.
- Friede G, Timo B & Alexander B (2015). "ESG and Financial Performance: Aggregated Evidence from More than 2000 Empirical Studies", Journal of Sustainable Finance & Investment, vol. 5: 4, s. 210–233, DOI: 10.1080/20430795.2015.1118917
- Hong H, Kubik J.D. och Scheinkman J.A. (2012). Financial Constraints on Corporate Goodness, NBER Working Paper No. 18476, October 2012. <http://www.nber.org/papers/w18476.pdf>
- ITPS (2006), Samhällsekonomiska mått på hållbar utveckling, Alfredsson E, Kristreöm B och Ankarhem M. A2006:009
- Global Sustainable Investment Review (2016). http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2017/03/GSIR_Review2016.F.pdf
- Marchese D., Reynolds E., Bates M.E., Morgan H., Spierre Clark S. och Linkov I. (2018). "Resilience and sustainability: Similarities and differences in environmental management applications", Science of The Total Environment, vol. 613–614, s. 1275–1283.
- PWC (2017). Asset & Wealth Management Revolution: Embracing Exponential Change. <https://www.pwc.com/gx/en/asset-management/asset-management-insights/assets/awm-revolution-full-report-final.pdf>
- Principles of Responsible Investment - PRI (2017). Shifting Perceptions: ESG, Credit Risk and Ratings - Part 1: The State of Play.
- Schroders (2018). Institutional Investor Study 2018: Institutional perspectives on sustainable investing
- Sustainable Insight Capital Management – SICM (2016). Who are the ESG rating agencies?
- SustainAbility (2011). Rate the Raters.
- Sustainability (2018). Rate the Raters 2018: Ratings Revisited.
- Taskforce on Climate-related Financial Disclosures – TCFD (2017). Final Report with annexes.

Tillväxtanalys (2017). Finansektorns hållbarhetsvärdering av företag – En förstudie om ESG-prestation, riskjusterad avkastning och svenskt näringsliv.

TruValue Labs (2017). “ESG Ratings and Rankings: All Over the Map. What Does It Mean?”

Bilaga 1

Intervjufrågor till ESG-leverantörer

Intervjupersoner är experter inom ESG-värderingar och deras roll på finansmarknaden. De jobbar på värderingsinstitut eller kapitalförvaltare och bidrar med kunskap både om den egna verksamheten men även om marknaden som helhet.

Marknaden för ESG-värderingar

3. Vilka typer av ESG-produkter erbjuder ni?
4. Vilka är era kunder?
5. Hur använder era kunder era ESG-produkter?
6. Hur tar ni betalt för era produkter?
7. Hur väljer ni vilka företag ni ska värdera?
8. Konkurrerar ni med hjälp av kvalitet/kvantitet/tilläggstjänster? Hur tar sig konkurrensen uttryck?

ESG-värdering, baserad på vilken data?

9. På vilken typ av data baseras era ESG-produkter?
10. Hur stor andel av era indikatorer mäter reala värden, till exempel koldioxidutsläpp och energianvändning, samt hur stor andel indikerar att företaget har en policy på plats?
11. Är data offentlig eller har ni inhämtat den själva, i så fall hur?
12. Använder ni er av företagens egen hållbarhetsrapportering?
13. Använder ni er av andra ramverk för att hållbarhetsvärdera företagen?
 - a. CDP
 - b. GRI
 - c. Global Compact
 - d. UN Guiding Principles
 - e. Andra ramverk?
14. Bedömer ni att EU:s hållbarhetsdirektiv gett er tillgång till bättre data?
15. Samlar ni in data om företagens möjligheter såväl som deras hållbarhetsrisker?
16. Hur följer ni upp och verifierar den information ni får in?
17. Det finns de som anser att ESG-värderingar huvudsakligen reflekterar vilka bolag som är välskötta, snarare än vilka bolag som är hållbara. Hur bemöter ni det perspektivet?

ESG-värdering, vad är av vikt?

18. Hur definierar ni materialitet?
19. Finns det en motsättning mellan vad som är finansiellt materiellt och vad som är miljömässigt materiellt?

-
20. Hur väljer ni ut vilka indikatorer som är materiella för de företag ni värderar?
 21. Hur viktar ni olika indikatorer till en samlad värdering?
 22. Har ni ett tydligt mål med er viktning? Till exempel att värdet ska spegla ekonomisk prestation eller hur hållbart ett företag är?
 23. Hur spelar det land (länder) som företagen verkar i, och därmed nationella regleringar, in i er viktning och värdering?
 24. Hur spelar företagens bransch in i er viktning och värdering?
 25. Hur väger ni företagens risker mot deras möjligheter?
 26. Om ni viktar olika företag olika, är ESG-värderingarna jämförbara?

ESG-värderingar och tidshorisonter

27. Hur ofta värderar ni/uppdaterar ni er värdering av ett givet företag?
28. Hur diskonterar ni framtida risk?
29. Hur väger ni in möjligheten för kommande miljöregleringar?
30. Kan ESG-värderingar verkligen förutspå risker eller reflekterar de endast historisk prestation?
31. Möjliggör era värderingar långsiktiga investeringar?

Bilaga 2

Intervjufrågor till företag som värderats

1. I vilken utsträckning är hållbarhet en ekonomisk drivkraft?
2. Vilken är er största miljöpåverkan?
3. Vilka hållbarhetsfaktorer påverkar företagets lönsamhet? Vilka hållbarhetsfaktorer är materiella?
4. Vilka andra omvärldsfaktorer förutom hållbarhet tror ni kommer att påverka er lönsamhet/konkurrenskraft?
5. Snabb genomgång av alternativen från TCFD: Task Force on Climate-Related Financial Disclosure, June 2017, Final report: Recommendations?

NEGATIVT	Påverkan	Liten	Stor	Vad	Prio
Politikrisker					
Teknikrisker					
Marknad					
Rykte					
Realt – på kort sikt					
Realt – långsiktigt					
Annat?					
POSITIVT					
Marknadsmöjligheter					
Resurseffektivisering					
Resiliens					
Annat?					

6. Hur har er syn på hållbarhetsfrågornas betydelse förändrats de senaste 5 åren?
(Oförändrat, Har ökat, Har minskat)
7. Vilken betydelse tror ni hållbarhet kommer att ha framöver relativt andra faktorer?
(Oförändrat, Kommer öka, Kommer minska)
8. ESG-värderingar – I vilken utsträckning är de en drivkraft i hållbarhetsarbetet?
9. Har ni koll på vad ESG står för?
10. Har ni koll på er ESG-värdering(ar)?
11. Arbetar ni för att höja er ESG-värdering/Upplever ni att ni kan påverka er ESG-värdering? (Ja/nej)
12. Om ESG är en drivkraft – varför? (sammanfattar andra reallt viktiga HUT-faktorer, bidrar i sig till lägre kapitalkostnader, anseende, att företaget hamnar i vissa fonder etc)
13. Hur länge har ni arbetat för att höja er ESG-värdering? (Antal år)
14. Vilken typ av åtgärder har ni vidtagit/vidtar ni och planerar ni vidta för att höja er ESG-värdering?

-
- a. I vilken utsträckning påverkar dessa åtgärder er reala miljöpåverkan – och vilken typ av miljöpåverkan?
 - b. I vilken utsträckning påverkar dessa åtgärder ert förädlingsvärde och omsättning?
 - c. I vilken utsträckning påverkar dessa åtgärder er konkurrenskraft
15. Finns det andra värden än real miljöpåverkan av en högre E(SG)-värdering?
16. Hur integrerat arbetar ni med ESG-frågor/hållbarhet i företaget?
- a. Är ledningen kunniga när det gäller ESG-relaterade frågor – företagets ESG-värde, företagets reala hållbarhet?
17. Är ESG-värderingar ett bra mått på hur hållbart ert företag är – Ekologiskt och socialt?
- a. Vilka belägg har ni för att ESG-korrelerar med real hållbarhet?
18. Vi ser på data över er ESG-värdering att ni ökat/minskat er summerade ESG-värdering år X...
- a. Vad berodde förändringen på?
 - b. Företagsinterna eller externa faktorer?
19. Får ni (företaget) förfrågningar från ESG-värderare angående er verksamhet och värdering?
- a. Omfattande/betungande:
 - b. Om ja, vad ställer de för typ av frågor?
 - c. Speglar frågorna (en förståelse av) er verksamhet?
 - d. Fångar de vad som är materiellt för er?
 - e. Är det något bolag eller undersökning som varit extra bra?
20. Hållbarhetsdirektivet – Omfattas ni och hur påverkar det i så fall er?
- a. Hur har ni påverkats av Direktivet?
 - b. I vilken utsträckning har ni förändrat er hållbarhetsredovisning på grund av Direktivet?
 - c. Upplever ni att de krav som ställs är rimliga/relevanta?
 - d. Underlättar Direktivet för er?
 - e. Underlättar Direktivet för andra som vill ta del av ert hållbarhetsarbete?
 - f. Då rapporteringskraven bygger på principen ”följ eller förklara” räcker det med att ni förklarar varför ni inte har en viss policy. I hur hög utsträckning gör ni det
 - g. Hur skulle riktlinjerna kunna förbättras?
21. Vilka politiska mål inom hållbarhetsområdet arbetar ni mot och vilka är de ni tycker är de som driver på ert arbete/är mest användbara?
- a. SDG:erna? (ja/nej)
 - b. Parisavtalet? (ja/nej)
 - c. De svenska miljömålen? (ja/nej)

-
- d. Den svenska klimatlagen/klimatpolitiska ramverket? (ja/nej)
 - e. Andra? Vad?
22. Är det något när det gäller ESG som ni är kritiska till?
 23. Är ESG värderingar något som påverkar er tillgång till kapital?
 24. Är ESG värderingar något som påverkar kostnaden för kapital?

Myndigheten för tillväxtpolitiska utvärderingar och analyser, Tillväxtanalys, utvärderar och analyserar svensk tillväxtpolitik. Vi ger regeringen och andra aktörer inom tillväxtpolitiken kvalificerade kunskapsunderlag och rekommendationer för att effektivisera och utveckla statens arbete för hållbar tillväxt och näringslivsutveckling.

I vårt arbete fokuserar vi särskilt på hur staten kan främja Sveriges innovationsförmåga, på investeringar som stärker innovationsförmågan och på landets förmåga till strukturomvandling. Dessa faktorer är avgörande för tillväxten i en öppen och kunskapsbaserad ekonomi som Sverige. Våra analyser och utvärderingar är framåtblickande och systemutvecklande. De är baserade på vetenskap och beprövad erfarenhet.

Sakkunniga medarbetare, unika databaser och utvecklade samarbeten på nationell och internationell nivå är viktiga tillgångar i vårt arbete. Genom en bred dialog blir vårt arbete relevant och förankras hos de som berörs.

Tillväxtanalys finns i Östersund (huvudkontor) och Stockholm.

Du kan läsa alla våra publikationer på www.tillvaxtanalys.se. Där kan du också läsa mer om pågående och planerade projekt samt prenumerera på våra nyheter. Vi finns även på LinkedIn och Twitter.

