



RAPPORT 2019:02

ESG och transparens

– vägen till grön omställning?

DE FINANSIELLA FLÖDENA MÅSTE STÄLLAS OM för att bidra till en hållbar utveckling. Tillväxtanalys har analyserat finanssektorns verktyg för att mäta hållbarhetsrisker, så kallade ESG-värderingar. Vi har även analyserat ett frivilligt initiativ, Science based targets (SBT) och EU:s hållbarhetsdirektiv. Vår slutsats är att inget av dessa instrument, med nuvarande utformning, leder till en grön omställning av näringslivet i stort.

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
Telefon: 010 447 44 31
E-post: Eva.Alfredsson@tillvaxtanalys.se

Förord

Tillväxtanalys analyserar och utvärderar svensk tillväxtpolitik. Vi ger regeringen och andra aktörer inom tillväxtpolitiken kvalificerade kunskapsunderlag för politikens utveckling. Detta är slutrapporten för ramprojektet *Kan finansmarknadens hållbarhetsvärderingar bidra till näringslivets gröna omställning och ger det i så fall en roll för staten?* I rapporten redogör vi för våra slutsatser och rekommendationer som bygger på fem olika delstudier.

Den gröna omställningen av näringslivet är en prioriterad fråga i den sittande regeringens så kallade 73-punktsprogram och avgörande för att nå de svenska klimatmålen, parisavtalet liksom FN:s hållbarhetsmål. Stora förhoppningar har därvidlag knutits till att Finanssektorn genom att ställa om sina finansiella flöden mot hållbarare investeringar kan bidra till näringslivets gröna omställning.

Syftet med ramprojektet har varit att granska några transparensystem som finns idag och vilka effekter på kapitalflödena som de kan förväntas ha, främst ESG-värderingar men också Science based targets (SBT) och EU:s direktiv om krav på företag att rapportera om deras hållbarhetsarbete.

Rapporten har skrivits av Eva Alfredsson och Henrik Hermansson, båda analytiker vid Tillväxtanalys. Eva Alfredsson har också varit projektledare för ramprojektet. Hans Lööf, Professor vid KTH har på uppdrag av Tillväxtanalys bidragit med ett Working Paper hur ESG-värderingar påverkar företagens finansiella risk på aktiemarknaden samt effekter på aktieavkastningen. Ulrika Stavlöt, analytiker vid Tillväxtanalys och Christian Thomann, forskare vid KTH har i en delstudie analyserat EU:s hållbarhetsdirektiv och dess implementering i Sverige. Jenny Strandell, tidigare forskningsassistent på Tillväxtanalys har bidragit med underlag till kapitlet om Science Based Targets. Tobias Person, Tillväxtanalys har bistått med råd och ingått i projektets styrgrupp.

Vi vill särskilt tacka referensgruppen för engagemang och givande samarbete under projektets gång. I gruppen ingick: Anette P Andersson, SEB, Emir Borovac, Nordea, Hans Bäckstrom, Finansinspektionen, Magnus Emfel, WWF, Svetlana Gross, Handelshögskolan, Gunnela Hahn, Svenska kyrkan, Flemming Heden, Naturvårdsverket, Anne-Charlotte Hormgard, AP3, Sofia Nyman, Näringsdepartementet, Marcus Carlsson Reich, Naturvårdsverket, Hanna Setterberg, Handelshögskolan, Åsa Sterte, Finansdepartementet, Marie Thorsbrink, Finansinspektionen.

Östersund, juni 2019

Sonja Daltung
Generaldirektör
Tillväxtanalys

Innehåll

Sammanfattning	7
Vad finner vi?	7
Hur kan staten bidra till att finansiella flöden leder till en grön omställning?	9
Summary	10
Our findings	10
How can the state contribute to financial flows leading to a green transition?	12
1 Gröna finansier och näringslivets gröna omställning	13
2 Varför anses transparens vara nyckeln till hållbarhet?	15
2.1 Marknadsmislyckanden motiverar det offentliga intresset för hållbara finansier	15
2.2 Transparens och långsiktighet medel för att nå målen	16
2.3 Hur transparens kring hållbarhetsrelaterade påverkar investeringsbeslut – eller inte	17
2.4 Forskningen ger visst stöd för att hållbarhet är lönsamt för investerare	18
2.5 Oklart hur hållbara investeringar påverkar företagets hållbarhetsarbete	20
2.6 Många möjliga typer av transparens	21
3 Finanssektorns verktyg för att bedöma hållbarhet - ESG	23
3.1 ESG-värderingars innehåll och struktur	23
3.2 Användning av ESG-värderingar	24
3.3 Svenska företags syn på ESG-värderingar	25
3.4 Fördelar och nackdelar med ramverket ESG	26
4 Näringslivets frivilliga rapportering och hållbarhetsmål	28
4.1 Frivillig hållbarhetsrapportering har blivit snudd på obligatoriskt	28
4.2 Science Based Target Initiative	29
4.3 Fördelar och nackdelar med företagsdriven rapportering enligt SBT	32
5 Politiskt beslutade rapporteringskrav	34
5.1 Direktivets effekt på transparens och jämförbarhet	34
6 Finanssektorn som draglok för den gröna omställningen?	37
6.1 Vilken transparens kring hållbarhet har skapats på finansmarknaden?	37
6.2 Bidrar initiativet till gröna finansier och förbättrad riskhantering?	38
6.3 Bidrar initiativet till att göra finanssektorn till ett draglok för den gröna omställningen av näringslivet?	39
6.4 Slutsatser	40
7 Hur kan staten bidra till att finansiella flöden leder till en grön omställning?	43

Referenser.....	44
------------------------	-----------

Sammanfattning

En förutsättning för att finansiella flöden ska ställas om för att bidra till en hållbar utveckling är ökad tillgång till data om hållbarhetsrelaterade risker. Vår slutsats är att de initiativ som finns idag, ESG-värderingar, SBT och lagkrav på hållbarhetsredovisning knappast än har haft någon större effekt på näringslivets gröna omställning.

De finansiella flödena måste ställas om för att bidra till en hållbar utveckling, det fastslås av FNs klimatpanel IPCC. En förutsättning för att det ska ske är att investerare har tillräcklig kunskap om vilka klimatrelaterade risker företag är exponerade mot. EU:s handlingsplan för finansiering av hållbar tillväxt baseras på transparens som centralt medel för att omdirigera kapitalflöden mot hållbara investeringar.

I denna rapport sammanfattar vi våra slutsatser utifrån våra analyser av några transparensystem som finns idag och vilka effekter på kapitalflödena som de kan förväntas ha.

Vår fokus är på finanssektorns egna verktyg för att skapa transparens kring hållbarhet: ESG-värderingar, där E står för miljömässig hållbarhet (environmental), S för social hållbarhet och G för styrningsfrågor (governance). Vi analyserar vad värderingarna innehåller, hur de används och hur investerare reagerar på dem. Vi analyserar ytterligare två initiativ som bidrar till att ge information till investerare i såväl den finansiella som den reala sektorn, dels Science Based Targets som erbjuder företag att sätta vetenskapligt baserade mål för sina koldioxidutsläpp, dels ett EU-direktiv om krav på företag att rapportera om deras hållbarhetsarbete. Vi ställer oss följande frågor:

- Vilken transparens kring hållbarhet har ESG-värderingar och initiativen skapat på finansmarknaden?
- Har ESG-värderingar och initiativen potential att bidra till grönare finanser?
- Har ESG-värderingar potential att göra finanssektorn till ett draglok för näringslivets gröna omställning?

Vad finner vi?

Hållbarhetsrisker har finansiell betydelse och transparens är efterfrågad

- Forskningslitteraturen indikerar att det inte finns någon målkonflikt och ofta en positiv korrelation mellan hållbarhet och finansiell prestation.
- Vår analys, baserad på historiska data, indikerar att högre ESG-värderingar är förknippade med lägre finansiell risk, utan att påverka avkastningen negativt.
- Finanssektorn lägger allt mer resurser på att värdera företagens hållbarhet med syfte att minska sina investeringars hållbarhetsrelaterade risker, identifiera gröna investeringar och för att kunna marknadsföra hållbara placeringsalternativ.

ESG inget transparent mått på hållbarhetsrisker

- ESG-värderingar kräver stor kunskap hos användaren för att kunna tolkas.
- ESG-värderingar är vanligtvis gjorda för att möjliggöra rankingar av företag inom en bransch, inte gradera företag utifrån hållbarhet i en absolut mening.
- ESG-värderingar av ett och samma företag gjorda av olika leverantörer skiljer sig åt – ofta väsentligt - huvudsakligen på grund av svårgenomskådad viktning av faktorer.
- ESG-värderingar fångar *hur* företag arbetar med hållbarhet, men det kan saknas information om den faktiska miljöpåverkan t.ex. i form av koldioxidutsläpp.

De kompletterande initiativ vi studerat har ännu inte haft betydande effekter på transparensen

- EU:s lagkrav på stora företag om obligatorisk hållbarhetsredovisning har för Sverige och fyra jämförbara länder inte ökat omfattningen på redovisningen och inte heller gjort den mer enhetlig.
- SBT-initiativet bidrar med framåsyftande information om hur företag planerar minska sina koldioxidutsläpp i linje med Parisavtalet. Planen valideras inom SBT-initiativet och företagen ska för att behålla sin status redovisa sina utsläpp och utvecklingen mot målen en gång per år. Endast ett fåtal företag är dock anslutna i dagsläget, även om planen hos de aktörer som står bakom är att göra SBT till rapporteringsstandard.

ESG och initiativen har knappast lett till några större förändringar av kapitalflöden i Sverige

- Allt fler investerare använder sig av ESG-värderingar som ett underlag vid investeringsbeslut och det finns planer på att använda ESG även i breda indexfonder.
- ESG-värderingar har dock fortfarande låg genomsnittlig vikt för finansiella aktörers investeringsbeslut. De reala hållbarhetsriskerna ligger ofta långt i framtiden och övergångsriskerna (legal och policyrisk, teknologi och rykte) beror av svårförutsedda framtida förändringar i regleringar och marknadsvillkor.
- ESG-värderingar har endast stor betydelse i vissa finansiella produkter såsom ESG-nischade fonder, som köps av kunder som är värderingsstyrda eller har ovanligt långa tidshorisonter.
- SBT ingår i normalfallet inte som en indikator i ESG och omfattar endast ett fåtal, om än stora, svenska företag.
- Då implementeringen av EUs direktiv inte har lett till att företagen ökat eller förändrat sin hållbarhetsredovisning i Sverige, har det knappast bidragit till förändrade kapitalflöden.

ESG-värderingar har inte ännu gjort finanssektorn till ett draglok för den gröna omställningen av näringslivet i stort

- Då endast stora börsbolag ESG-värderas är det en stor del av näringslivet som inte berörs.
- Endast ett fåtal företag ser ESG-värderingar som en drivkraft för deras hållbarhetsarbete. En anledning är att det i dagsläget inte påverkar tillgång till och kostnad för kapital då tillgången på kapital generellt är hög och kostnaden låg.

Hur kan staten bidra till att finansiella flöden leder till en grön omställning?

Den gröna omställningen av näringslivet är en prioriterad fråga i den sittande regeringens programförklaring liksom i EUs handlingsplan för finansiering för hållbar tillväxt. Våra observationer visar på att det inte ska ställas för stora förhoppningar till att finanssektorn är ett kraftfullt draglok för den gröna omställningen av näringslivet.

En förutsättning för att finansiella sektorn ska kunna ta denna roll är tillgång på information om företagens hållbarhetsrelaterade risker. Staten bör på olika sätt verka för ökad tillgång t.ex. genom att vässa och utveckla rapporteringskraven för ökad transparens.

- **Verka för att rapporteringskraven i EU:s direktiv för icke finansiell rapportering skärps**, för att möta finanssektorns och andra investerares behov av lättillgänglig och jämförbar hållbarhetsinformation. Bransch-specifika men jämförbara nyckeltal skulle passa ESG-värderingarnas nuvarande struktur.

Staten är också själv en stor finansiell aktör och det bör vara tydligt hur hållbarhetsrisker vägs in vid beslut om finansiering till företag.

- **Överväg att ge statliga myndigheter som finansierar företag i uppdrag att utarbeta ett transparent ESG-mått** som skulle kunna användas som ett benchmark av statliga och andra aktörer för att genomlysna de finansiella tillgångarna. Lämpliga myndigheter att utreda detta skulle vara Vinnova, Tillväxtverket, Energimyndigheten tillsammans med andra statliga finansiärer som t.ex. Almi, Business Sweden.

Summary

A prerequisite for the reorientation of financial flows towards sustainable investment is increased access to data on sustainability-related risks. Our conclusion is that the main transparency systems that exists today, ESG-valuations, SBT and legal requirements on sustainability reporting have hardly had any major effect on the economy's green transition.

Financial flows must be reoriented to contribute to sustainable development, as stated by the UN Climate Panel IPCC. A prerequisite for this to happen is that investors have sufficient knowledge about the climate related risks that companies' activities are exposed to. The EU's action plan for financing sustainable growth is therefore based on creating transparency, as a central means of redirecting capital flows towards sustainable investments.

In this report, we summarize our conclusions from our analyses of some existing transparency systems and the effects on capital flows they can be expected to have.

Our focus is on the financial sector's own tools to create transparency regarding sustainability: ESG-valuations where E stands for environmental sustainability, S for social sustainability and G for governance issues. We analyze the contents of the valuations, how they are used and how investors react to them. We also analyze two further initiatives that contribute to providing information to investors in the financial and the non-financial sector; Science Based Targets that offer companies methods for setting scientifically based targets for their CO2 emission reductions, and an EU directive setting requirements for companies to report on their sustainability work. We ask the following questions:

- What transparency about sustainability have ESG and the other two initiatives created in the financial markets?
- Do ESG-valuations and the other two initiatives have the potential to contribute to greener finances?
- Do ESG-valuations have the potential to make the financial sector a driver of the economy's green transition?

Our findings

Sustainability risks have financial significance and increased transparency is in demand

- The research literature indicates that there is no conflict of interest and in fact often a positive correlation between sustainability and financial performance.
- Our analysis, based on historical data, indicates that higher ESG values are associated with lower financial risk, without affecting the financial return negatively.
- The finance sector is putting more and more resources into evaluating companies' sustainability with the aim of reducing their investments' sustainability-related risks, identifying green investments and to be able to market sustainable investment products.

ESG no transparent measure of sustainability risks

- ESG-valuations require substantial knowledge from the user in order to be interpreted.

-
- ESG-valuations are usually done in order to rank companies relative to their peers within an industry, not to rate companies relative to some absolute level of sustainability.
 - ESG-valuations of a company conducted by different suppliers differ - often substantially - mainly due to non-transparent weighting of factors.
 - ESG-valuations capture *how* companies work with sustainability, but may lack information on actual environmental impacts, for example CO2 emissions.

The complementary initiatives we have studied have not yet had significant effects on transparency

- The EU directive, which legally requires large companies to publish a sustainability report, has not increased the quantity of information reported by companies registered in Sweden or four other comparable countries, nor has the level of coherence increased.
- The SBT initiative contributes forward-looking information on how companies plan to reduce their CO2 emissions in line with the Paris agreement. Their plans are validated by the SBT initiative, and in order to maintain their status the companies must report their emissions and developments towards the targets once a year. However, only a few companies have signed up to date, although the SBT-initiative aims to make SBT a reporting standard.

ESG and the other initiatives have hardly led to any major changes in capital flows in Sweden

- More and more investors are using ESG-valuations as a basis for investment decisions and there are plans to use ESG also in index funds.
- However, ESG-valuations still have a low average impact on investment decisions by financial actors. The real sustainability risks often lie far in the future and the transition risks (legal and policy risks, technology och reputation) depend on future changes in regulations and market conditions that may be hard to predict.
- ESG-valuations are only of great importance in certain financial products, such as ESG niche funds, which are purchased by customers who are value-driven or have unusually long time horizons.
- SBT is normally not included as an indicator in ESG-valuations and only a few, albeit large, companies have signed up in Sweden.
- Since the implementation of the EU directive has not led to the companies increasing or changing their sustainability reporting in Sweden, it has hardly contributed to changing capital flows.

ESG valuations have not yet made the financial sector a driver of the green transition of businesses in general

- Since only large, listed companies are ESG-rated a large part of the business sector is not affected.

-
- Only a few companies see ESG-valuations as a driving force for their sustainability work. One reason is that, at present, the supply of capital is generally high and the cost of capital is low.

How can the state contribute to financial flows leading to a green transition?

The green transition of the economy is a priority issue in the current government's program statement, as well as in the EU's action plan for financing for sustainable growth. Our conclusions demonstrate that one should not place too high hopes that the financial sector will be a driver for the green transition of business.

A prerequisite for the financial sector to be able to take such a role is access to information about companies' sustainability-related risks. The state should in various ways work for improved and increased access to high quality information, for example by sharpening and developing the reporting requirements for increased transparency.

- **Encourage the tightening of reporting requirements in the EU directive on non-financial reporting**, in order to meet the needs of the financial sector and others for easily accessible and comparable sustainability information. Industry-specific but comparable indicators would suit the current structure of current ESG-valuations.

The state is also itself a large financial player and it should be clear how sustainability risks are weighed in at decisions on financing for companies.

- **Consider giving government agencies that finance companies the task of preparing a transparent and public ESG measure** that could be used as a benchmark by state and other actors to analyze financial assets. Appropriate authorities would be Vinnova, the Swedish Agency for Economic and Regional Growth, the Swedish Energy Agency together with other state financiers such as Almi, Business Sweden.

1 Gröna finanser och näringslivets gröna omställning

De finansiella flödena måste ställas om för att bidra till en hållbar utveckling. Det fastslås av FN:s klimatpanel IPCC (2014) och betonas i Parisavtalets (2015) tre mål: Att hålla temperaturökningen väl under 2 grader, att öka resiliensen på ett sätt som inte hotar matproduktionen och *att finansiella flöden ska göras förenliga med en väg mot låga utsläpp av växthusgaser och en klimatresilient utveckling* (Artikel 2.1c). Finansmarknaden lyfts således fram som systemkritisk för den samhällsomställning som anses krävas för att nå de andra internationellt uppsatta målen.

World Economic Forum (2013) uppskattar att det krävs investeringar på cirka sex tusen miljarder dollar per år fram till 2030 bara i grön infrastruktur för att klara tvågradersmålet. European Investment Bank (EIB) uppskattar att EU som helhet missar det målet med motsvarande 300 miljarder dollar per år (EIB, 2016). Samtidigt lyfter många av världens centralbanker (NGFS, 2019) och G20 via FSB Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD, 2018) att den finansiella stabiliteten hotas av klimatförändringarna såväl som av en för sen och otillräcklig grön omställning. Flera stora och globala investerare menar att vi befinner oss i en historisk period av felaktig prissättning av hållbarhetsrisker som hotar den framtida tillväxten¹.

Det är med den bakgrunden som EU infört en Handlingsplan för finansiering av hållbar tillväxt². Handlingsplanens tre mål är att:

- Omdirigera kapitalflöden mot hållbara investeringar för att uppnå en hållbar och inkluderande tillväxt.
- Hantera finansiella risker som härrör från klimatförändringar, resursutarmning, miljöförstöring och sociala frågor.
- Främja transparens och långsiktighet på finansmarknaden och i ekonomin som helhet.

De första två målen syftar till att åstadkomma hållbara finanser. Det vill säga en finansmarknad med kapitalflöden som möjliggör hållbara investeringar i den reala ekonomin och som samtidigt inte är systematiskt exponerad mot hållbarhetsrisker. Detta ska i sin tur möjliggöra en hållbar tillväxt och en omställning av näringslivet - minskad negativ påverkan på olika hållbarhetsfrågor, inklusive klimatet, parallellt med bibehållen eller ökad konkurrenskraft.

Stora förhoppningar på att finanssektorn att vara loket framför den gröna omställningen

Förhoppningarna bygger delvis på finansmarknadens finansiella muskler. De svenska finansiella företagens totala balansomslutning var år 2015 19 600 miljarder kronor att jämföra med Sveriges BNP samma år på drygt 4 000 miljarder kronor. Globalt strömmar varje dag 670 miljarder kronor genom det finansiella systemet¹.

¹ <https://www.nytimes.com/interactive/2019/04/11/magazine/climate-change-exxon-renewable-energy.html?action=click&module=Top%20Stories&pgtype=Homepage>

² Handlingsplanen är en av flera åtgärder inom ramen för kapitalmarknadsunionen (CMU) som syftar att göra EU:s inre marknad mer konkurrenskraftig och attraktiv för investeringar och därmed främja tillväxt och sysselsättning. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52018DC0097>

Det tredje målet handlar om hur de första två målen ska nås. EU:s analys är att ökad transparens och långsiktighet är centrala för både grönare kapitalflöden och bättre riskhantering. (EU HLEG, 2018). Förhoppningen är att ökad transparens kring hållbarhetsrisker ska möjliggöra och leda till ett förändrat beslutsfattande.

Syftet med ramprojektet har varit att granska några transparensystem som finns idag och vilka effekter på kapitalflödena som de kan förväntas ha.

I den här rapporten genomlyser vi finansmarknadens främsta egna verktyg för att skapa transparens kring hållbarhet: ESG-värderingar, där E står för miljömässig hållbarhet (environmental), S för social hållbarhet och G för styrningsfrågor (governance). Vi analyserar vad värderingarna innehåller, hur de används och hur marknaden reagerar på dem. Vi analyserar även två initiativ med potential att förbättra tillgänglighet till hållbarhetsdata Science Based Targets och EU-direktivet om icke-finansiell rapportering. Vi ställer oss följande frågor:

- Vilken transparens kring hållbarhet har ESG-värderingar och initiativen skapat på finansmarknaden?
- Har ESG-värderingar och initiativen potential att bidra till grönare finanser, genom förändrade kapitalflöden och förbättrad riskhantering?
- Har ESG-värderingar och initiativen potential att göra finanssektorn till ett draglok för näringslivets gröna omställning?

Rapporten bygger på de delstudier vi gjort inom ramen för projektet:

- **ESG-värderingarnas kvalitet och innehåll.** Vi intervjuade ledande aktörer inom ESG-värdering samt ett antal institutionella investerare. Vi gick även igenom metodologiska dokument som ledande ESG-värderare använder. Syftet är att avgöra om ESG-värderingar kan anses vara ett mått på hållbarhet eller mer specifikt näringslivets gröna omställning och om det skulle kunna användas för att följa näringslivets gröna omställning. (Tillväxtanalys 2018a)
- **Ekometrisk analys av ESG-värderingars effekt** på finansiell risk, riskjusterad aktieavkastning samt aktievärde. Målet var att analysera hur marknaden reagerar på förändrade ESG-värderingar, i fem länder inklusive Sverige. (Tillväxtanalys 2019)
- **ESG som en drivkraft för icke-finansiella företag.** Vi intervjuade svenska företag med både höga, låga och kraftigt förändrade ESG-värderingar om deras kunskap om och förhållningssätt till ESG-värderingar. Syftet är att avgöra om värderingarna, eller systemet med värderingar, faktiskt leder till förändrade beteenden hos de företag som värderas. (Tillväxtanalys 2018a)
- **Sveriges implementering av EU-direktivet om icke-finansiell rapportering (NFRD)**, den första genomförda komponenten av EU:s handlingsplan. Syftet är att analysera om de svenska företagens hållbarhetsrapportering har blivit mer öppen och jämförbar över tid, och specifikt över den tid då direktivet implementerades. (Tillväxtanalys PM 2018b)
- **Svenska företag och Science Based Targets (SBT).** Ett företag som ansluter sig till SBT måste kartlägga, publicera och följa upp koldioxidutsläpp. Syftet är att avgöra om den typ av metod och framåtsyftande information som initiativet kräver kunde vara ett komplement till existerande ESG-metodik.

2 Varför anses transparens vara nyckeln till hållbarhet?

En gemensam nämnare för de initiativ som granskas i denna ramrapport är att de på olika sätt ska bidra till ökad transparens. Det är också det tredje målet och tillika medlet med vilket de två första målen i EU:s handlingsplan ska realiseras.

I detta kapitel går vi igenom vad som motiverar företagens och statens intresse för transparens kring hållbarhet på finansmarknaden. Vi går också igen vad som motiverar finanssektorn att väga in hållbarhetsrelaterade risker och om dessa motiv har stöd i den vetenskapliga litteraturen. Vi belyser vidare hur ökad transparens kring hållbarhet förväntas leda till effekter i den reala ekonomin och en grön omställning av näringslivet.

Vi finner olika marknadsmisslyckanden som motiverar statens och EU:s intresse. Samtidigt finns ekonomiska incitament för finanssektorn och företag att väga in hållbarhet i investeringsbeslut.

2.1 Marknadsmisslyckanden motiverar det offentliga intresse för hållbara finanser

De första två målen i EU:s handlingsplan för hållbara finanser kan omformuleras som två marknadsmisslyckanden som måste lösas.

Det första marknadsmisslyckandet är otillräcklig finansiering av investeringar som krävs för en hållbar tillväxt. Olika försök har gjorts att kvantifiera det så kallade investeringsgapet som måste överbryggas för att finansiera den gröna omställningen. European Investment Bank (EIB) uppskattar att EU uppvisar ett investeringsgap på nästan 3 000 miljarder kronor per år inom infrastruktur för energi, transport och effektivare resurshantering (EIB, 2016) (jfr. Sveriges BNP på 4 000 miljarder kronor). Men dessa utgör endast ett urval av de investeringar som kommer att behöva göras i alla sektorer av den reala ekonomin, inom exempelvis energieffektivisering inom företag, nya affärsmodeller, produkter och tjänster.

Till investeringsgapet kan dessutom läggas behovet av omallokering av de investeringar som i dagsläget exempelvis går till extrahering av fossila bränslen som 2018 globalt var ca. 7 000 miljarder kronor (IEA, 2018). Dessa och andra investeringar bidrar till att världsekonomin förbrukar naturresurser och släpper ut restprodukter i en ohållbar takt (IPCC, 2018). Dessa anses behöva upphöra för att de finansiella flödena ska kunna vara omdirigerade mot hållbara investeringar³ (WEF, 2013), i linje med de europeiska målen.

Världens totala tillgångar

uppgick 2018 till 317 000 miljarder kronor (Credit Suisse, 2018), varav de obligationer och aktier som näringslivet använder för att finansiera sin verksamhet och nyinvesteringar utgör ungefär 100 000 miljarder vardera (Martinsson, 2018). Av dessa förvaltas 75 000 miljarder kronor av professionella förvaltare inklusive pensionsfonder (BCG, 2018).

³ Se till exempel "Banking on Climate Change 2019", en rapport som 163 miljöorganisationer står bakom. https://www.banktrack.org/article/banking_on_climate_change_fossil_fuel_finance_report_card_2019

Det andra marknadsmisslyckandet är att priset på existerande investeringar inte reflekterar deras verkliga risk, då hållbarhetsaspekter inte beaktas. Stora delar av tillgångarna i portföljerna för europeiska och svenska finansiella aktörer, inklusive banker, pensionsfonder och staten, är därför exponerade mot hållbarhetsrisker (Battiston et al., 2017). Storleken på de samlade tillgångarna och deras riskexponering är så betydande att felprissättningen anses hota den finansiella stabiliteten (NGFS, 2019; TCFD, 2018).

2.2 Transparens och långsiktighet medel för att nå målen

De orsaker som brukar framföras för att förklara den otillräckliga finansieringen av hållbara investeringar och hållbarhetsrelaterade riskexponeringen är bland annat bristande transparens och kortsiktighet i en miljö med långsiktiga risker (EU HLEG, 2018). Det är denna analys som givit upphov till det tredje målet i EU:s Handlingsplan.

Mark Carney, guvernör för Bank of England, har myntat begreppet *horisontens tragedi* för att beskriva kortsiktigheten. Han menar att hållbarhetsrisker förutspås inträffa inom en tidsram som mäts i årtionden, medan få kapitalförvaltare har mandat att hantera tids-horisonterna längre än de närmaste månaderna⁴, särskilt då investeringar nu dessutom kan antas vara betydligt billigare än investeringar sen (ESRB, 2016). Det finns viss evidens för att finansiella aktörer med längre tidshorisont, exempelvis pensionsfonder, i genomsnitt har ett högre hållbarhetsfokus (Schroeders, 2018).

Ökad transparens beskrivs av EU som ”en nödvändig förutsättning för hållbara finanser” (EU HLEG, 2018). I synnerhet efterfrågas framåtsyftande information som ska hjälpa finanssektorn att identifiera och prissätta långsiktiga risker. I rapport efter rapport om hur hållbarhetsarbetet integreras i finanssektorn svarar analytiker och beslutsfattare att en huvudorsak till att de inte inkluderar hållbarhet i sina beslut är att det inte finns information av tillräckligt hög kvalitet och tillförlitlighet (se t.ex. Legg Mason, 2019; Schroeders, 2018; CFA, 2017). Varken EU:s expertgrupp⁵, i sina olika rapporter, handlingsplanen eller förarbetena till den lagstiftning den gett upphov till går dock in i detalj på hur och när transparens spås åtgärda problematiken.

Utöver dessa två orsaker där finansmarknaden har viss rådighet så kan misslyckandena även härledas till marknadsmisslyckanden på underliggande marknader. Det vill säga att det finns icke-prisatta externaliteter i den reala ekonomin, t.ex. för låga priser på utsläpp av koldioxid eller uttag av naturresurser.

EU:s högnivågrupp skriver att åtgärder inom finanssektorn måste synkroniseras med kompletterande åtgärder inom den reala ekonomin. De anser det vara avgörande att politiken vidtar åtgärder som innebär att priser reflekterar både positiva och negativa externaliteter (EU HLEG, 2018, s11). Åtgärder inom finanssystemet tros inte kunna ersätta dessa åtgärder som kan inkludera förändrade skatter och subventioner.

⁴ <https://www.mainstreamingclimate.org/publication/breaking-the-tragedy-of-the-horizon-climate-change-and-financial-stability/>

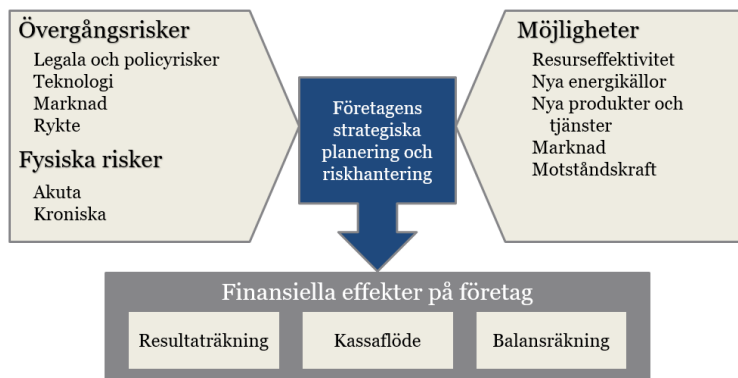
⁵ EU High Level Expert Group on Sustainable Finance

2.3 Hur transparens kring hållbarhetsrelaterade påverkar investeringsbeslut – eller inte

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. Finanskrisen 2008 innebar en kritisk granskning av finanssektorn roll som värderare av risker. För att öka transparensen kring företags hållbarhetsrelaterade risker tillsattes en Task force on Climate-related Financial Disclosure (TCFD) av FSB på uppdrag av G20-gruppen. TCFDs kategorisering av klimatrelaterade risker har sedan dess fått brett genomslag. TCFDs kategorisering omfattar övergångsrisker, fysiska risker och möjligheter samt deras potentiella finansiella effekter på företagen (Figur 1). Dessa olika risker och möjligheter värderas och tas in i investeringsanalysen inför ett företagsförvärf eller andra strategiska förändringar.

TCFD identifierar fyra skäl till att hållbarhet (klimathänsyn) och lönsamhet kommer att sammanfalla framöver: Att klimat och miljö utgör en ökad risk och möjlighet; en ökad regleringsrisk som innebär att företag kan bli tvungna att betala för de negativa effekterna på klimat och miljö de ger upphov till, förändringar i relativpriser för input-faktorer såsom energi och material, samt; större efterfrågan på gröna varor och tjänster samt hållbara processer. Till de klimatrelaterade faktorerna som TCFD lyfter kan läggas hållbarhetsfrågor som inte är direkt klimatrelaterade, inklusive social hållbarhet.

Figur 1 Klimatrelaterade finansiella effekter på företag enligt TCFD (2018)



Det finns samtidigt en diskussion om huruvida hänsyn till hållbarhetsrelaterade risker är lönsamt eller innebär en kostnad på kort sikt och på företagsnivå.

Endast en fjärdedel av institutionella investerare säger att hållbarhet har ett stort inflytande över deras investeringsbeslut, ytterligare fyrtio procent att det har ett visst inflytande (Schroders, 2018). Intresset för hållbarhetsinformation som ett underlag till investeringsbeslut har dock ökat kraftigt. Enligt Global Sustainable Investment Review 2016 utgör ”ansvarsfullt förvaldade tillgångar” 26 procent av alla professionellt förvaldade tillgångar globalt och 53 procent i Europa och andelen ökar snabbt (GSIR, 2016).

Bland de institutionella investerare som tar hållbarhetshänsyn så gör en stor majoritet det för att hantera risker och identifiera möjligheter. Lite mindre än hälften upplever ett tryck från kunder att arbeta med hållbarhet (och att det därför lönar sig). Nästan ingen säger sig göra det för att hållbarhet i sig är viktigt, det är de finansiella konsekvenserna man fokuserar på (CFA, 2017). Banker och kapitalförvaltare lägger dock allt mer resurser på att hållbarhetsvärdera företag i syfte att maximera investeringars riskjusterade avkastning (Amel-Zadeh & Sarafeim, 2017).

Det finns många strategier för hållbara investeringar

Eurosif⁶ skiljer på strategier utifrån deras urvalsmetoder och deras omfång. Positiva urvalsmetoder handlar om att välja ut investeringar med särskilt god hållbarhetsprestation medan negativa urvalsmetoder handlar om att välja bort problematiska investeringar. Snäva strategier är i normalfallet nischprodukter där man valt ut (bort) investeringar som bidrar positivt (negativt) till hållbarhet. Breda strategier riktar sig till att förändra eller vikta om hela portföljer, genom att exempelvis omvärdera alla investeringar utifrån hållbarhetsinformation. Man kan även skilja ut strategier som bygger på aktivt ägarskap där investeraren försöker påverka företaget i en mer hållbar riktning genom att exempelvis rösta på årsstämmor (OECD, 2017). Vissa investerare söker upp underpresterande företag (i termer av hållbarhet) och försöker tjäna pengar genom att förbättra företagen och sedan sälja (se Dimson, 2015; Barko et al., 2017).

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. Runt 1400 multinationella företag har satt ett internt koldioxidpris för att minska sina utsläpp och kostnader (CDP, 2017). Över tolv tusen företag har skrivit under UN Global Compact vars säljargument är att företag som tar hållbarhet på allvar signifikant utpresterar andra företag. Det kan dock inte uteslutas att företag ansluter sig till liknande initiativ för att på ytan förbättra sin hållbarhetsprofil, vilket kan attrahera kunder, personal och investerare, utan att hållbarhetsarbetet är starkt eller stärkts, en variant av *green-washing* (e.g. Milne et al., 2009). Företag med god hållbarhetsprofil kan också uppleva minskade kostnader för kapital, då investerare letar efter sådana investeringar, vilket i sig kan utgöra en drivkraft att framstå som eller vara hållbar (Ng & Zabihollah, 2015).

2.4 Forskningen ger visst stöd för att hållbarhet är lönsamt för investerare

I en förstudie till ramprojektet genomfördes en forskningslitteraturöversikt för att undersöka de stora förhoppningar vi mött i våra möten med institutionella investerare. Det vi om och om igen fick höra var att ”Hållbarhet skapar värde”.

Tillväxtanalys litteraturöversikt (2017) visade sig ge visst stöd åt investerarnas förhoppningar. Majoriteten av artiklarna indikerar att det inte verkar finns någon målkonflikt mellan hållbarhetsprestation (i termer av ESG-värderingar) och lönsamhet. Många studier indikerar en positiv signifikant korrelation och endast ett fåtal ett negativt samband (Friede et al, 2015).

Resultaten är dock inte i linje med den ekonomiska läroboksmodellen där sociala och miljömässiga hänsyn traditionellt ses som en kostnad (Hong et al 2012 och Chen, Hong & Shue, 2016). De företag som tar hållbarhetshänsyn utöver vad lagen kräver, gör enligt denna modell det på bekostnad av maximal avkastning. Resultaten kan också ifrågasättas utifrån hypotesen om den effektiva marknaden (EMH) vilken utgår ifrån att priset på marknaden redan är baserad på all tillgänglig information (Fama, 1965). Detta innebär att

⁶ <http://www.eurosif.org/responsible-investment-strategies/>

aktivt förvaltade portföljer inte långsiktigt kan slå index⁷, vilket det också finns ett starkt empiriskt stöd för. Enligt svagare versioner av EMH finns däremot utrymme för att analyser av trender kan bidra med information som hjälper investerare att slå index då det kan finnas faktorer som tidigare inte varit kända och som därmed kan leda till arbitragevinster i samband med att marknadens priser justeras till ett nytt jämviktsläge. Nyligen tillgänglig hållbarhetsrelevant information kan då möjliggöra en investeringsstrategi som slår index under en övergångsperiod (Hvidkjaer, 2017). Denna situation kan uppstå eftersom informationen tidigare varit så osystematiserad, kostsam och komplex att investerare inte inkorporerat den i sin analys av företagets framtida vinster (Derwall et al, 2005). Det finns även viss evidens för att högre transparens hjälper investerare förutspå förändringar i tillgångspriser (Bhat, Hope och Kang, 2006).

Faktaruta 2

En empirisk analys av ESG, finansiell risk och aktieavkastning

Med syfte att vidare utforska sambandet mellan hållbarhet och lönsamhet gav vi i uppdrag åt Professor Hans Lööf vid KTH att med hjälp av en ekonometrisk analys undersöka om företagets ESG-värderingar påverkar deras finansiella risk på aktiemarknaden samt effekter på aktieavkastning (Tillväxtanalys WP 2019:02).

I en första analys studerades dels hur förändrade ESG-värderingar, dels effekten av förändringar i E, S och G separat, påverkar företagets finansiella risk mätt som Value at Risk (VaR). Analysen baseras på en panel bestående av 887 företag i fem europeiska länder (Sverige, Tyskland, Frankrike, Storbritannien och Holland) under perioden 2005-17.

Analysen visar på en signifikant minskning i marknadsrisken när svenska företags ESG-värde ökar. En lägre risk är i sin tur associerad med lägre kostnad för externt kapital, inklusive lån. Effekten är störst för Svenska företag. För dessa är 1% ökning av ESG-värde associerat med 0,4% lägre risk. Miljövariabeln (E) har också en negativ och signifikant effekt, men i något lägre utsträckning. Den sociala variabeln är inte signifikant. Styrningsvariabeln (G) är inte heller signifikant vilket motsäger resultaten i en del tidigare studier där G är den faktor som generellt haft störst effekt på finansiell prestation.

En andra analys undersökte effekten av förändringar i ESG-värderingar och deras komponenter på riskjusterad aktieavkastning och aktievärde. Över hela urvalet länder indikerar analysen att ESG-värderingar inte har någon signifikant effekt på aktievärdet. För företag i Sverige har dock ESG-värderingar ett svagt positivt statistiskt samband med avkastning.

Analysresultatet indikerar att en investering i företag vars ESG-värdering ökar innebär en lägre risk men inte någon ökad aktieavkastning.

Value at Risk (VaR) anger i sin vanligaste form storleken på det riskerade beloppet hos en investering med en viss sannolikhet och över en viss tidsperiod. Måttet används av investerare för att mäta risken hos en specifik tillgång eller hos en portfölj av tillgångar. VaR skattas med hjälp av historiska aktiekurser

Andra forskare framhäver att det inte behöver vara högre prestation på indikatorer för miljö och social hållbarhet som driver positiva finansiella resultat. En hypotes är att det snarare är en fråga om att välskötta bolag tenderar att ha goda rutiner för

⁷ Teoretiskt ska en investeringsportfölj leverera avkastning i relation till sin risk och en väl diversifierade portfölj följer index. Att ta hållbarhetshänsyn innebär restriktioner och att de totala investeringsmöjligheterna minskar vilket ökar risken. Under antagandet om EMH bör det leda till lägre riskjusterad avkastningen.

hållbarhetsrapportering (och därmed ses som hållbara). Hållbarhetsinformationen kanske snarare fångar underliggande kvaliteter i bolagens styrning. Vissa ESG-studier finner också starkast samband mellan G, det vill säga styrningsfrågor, och finansiell prestation (Gompers et al., 2003; Auer, 2016), dock ej vår egen studie baserad på bland annat svenska data (se Faktaruta 2).

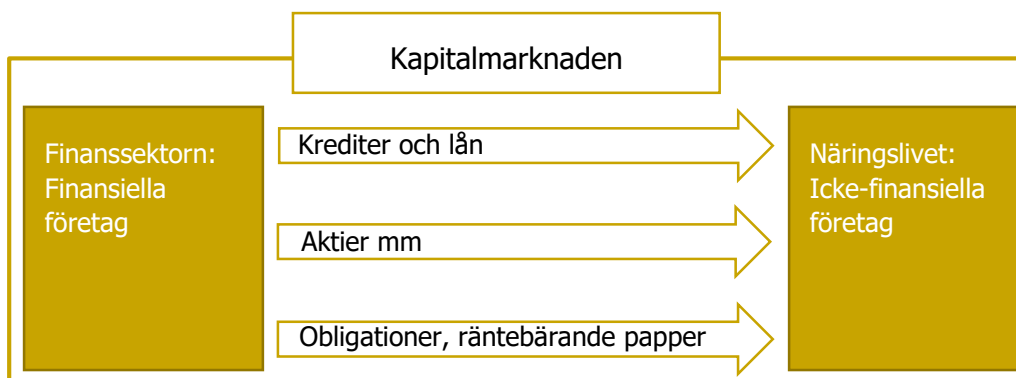
Man kan heller inte utesluta att framgången för tillgångar på sekundärmarknader (i termer av börsvärdet av aktier, fonder, obligationer) snarare beror på psykologiska marknadsfaktorer och grupp-tänk. Om allt fler investerare vill investera hållbart så kan man förvänta sig att priset på hållbarhetsprofilerade investeringar går upp, utan att den underliggande tillgången förändrats (Hvidkjaer, 2017).

Sammanfattningsvis indikerar empirin att hållbarhetshänsyn inte är negativt för investerarens ekonomiska prestation även om riktningen inte kan avgöras. Är det företagets goda ekonomiska prestationer som leder till hållbarhet eller tvärtom? (Tillväxtanalys, 2017; se även Faktaruta 2).

2.5 Oklart hur hållbara investeringar påverkar företagens hållbarhetsarbete

Att finanssektorn tar hänsyn till hållbarhet leder inte med automatik till reala effekter i form av minskad klimatpåverkan och andra negativa externa effekter. Forskningen har huvudsakligen fokuserat på om företagets hållbarhetsprestation påverkar företagets och investerarnas finansiella prestation (Tillväxtanalys, 2017), snarare än hur finanssektorns beslut påverkar företagets hållbarhetsarbete. Vi vet exempelvis ganska mycket om hur investerarens beslut att utesluta bolag som inte ses som hållbara (dvs. inte investera) påverkar investerarens avkastning (e.g. Hong och Kacperczyk, 2009; Adamson och Hopner, 2015) men mycket mindre om hur de uteslutna bolagen reagerat på uteslutningen. Vi vet mer om korrelationen mellan ESG-värderingar och lönsamhet (Friede et al., 2015) än om korrelationen mellan ESG-värderingar och utsläpp (se Tillväxtanalys, 2018).

Figur 2 Kanaler genom vilka finanssektorn påverkar den reala ekonomin.



Det finns hypoteser om att företag kommer att försöka förbättra sin hållbarhetsprestation för att säkra finansiering (Ng och Zabihollah, 2015; Heinkel, Kraus och Zechner, 2001) vilket i så fall skulle bidra till en grön omställning av näringslivet. Det finns även forskning som säger att hållbarhetshänsyn leder till lägre kostnader för kapital (Ghoul et al., 2011; Faktaruta 2). Den forskning som finns om sambandet mellan hållbarhetsarbete och att säkra finansiering har dock sällan undersökt orsakssambandens riktning (Hvidkjaer, 2017; Roberts och Whited, 2013). Ett undantag är Busch et al. (2016) som finner att finanssektorns användning av hållbarhetsinformation inte har någon synbar påverkan på företagets hållbarhetsarbete. En mindre forskningslitteratur har undersökt om icke-finansiella företags hållbarhetsrapportering och ledningssystem leder till minskade utsläpp (Kube et al., 2019; Blackman et al., 2010) och funnit att det inte gör det.

Företagens ansträngningar kan antas variera beroende på vilka strategier som finansmarknaden i huvudsak använder sig av och hur stor del av marknaden som stringent implementerar dem. Strategierna varierar mellan att exkludera företag med låga hållbarhetsvärderingar och stora hållbarhetsrisker till att föra samtal med företagen. Andra delar av marknaden kan dessutom söka utnyttja en generell rörelse mot hållbarhet genom att investera i vad man ser som nu undervärderade mindre hållbara bolag (Hvidkjaer, 2017; Merton, 1987).

Sammanfattningsvis så finns det osäkerhet kring om finansmarknadens strategier för hållbara investeringar faktiskt leder till ett hållbarare näringsliv och i så fall vilka strategier som leder till hållbarhet och i vilken omfattning.

2.6 Många möjliga typer av transparens

En tydlig gemensam nämnare för de åtgärder som nu vidtas inom EU:s handlingsplan för grönare finanser är ökad transparens avseende hållbarhetsrelaterad information. Det finns dock många möjliga system för transparens. Dessa kan se väldigt olika ut, beroende på vem som skapar respektive använder informationen i systemet och till vilket syfte informationen används (Etzioni, 2010).

Finanssektorn intresserar sig huvudsakligen för transparens kring hållbarhet eftersom den kan hjälpa investerare identifiera risker och möjligheter som andra inte ser. De efterfrågar alltså transparens som möjliggör förutsägbarhet, ex-ante transparens (Forssbaeck och Oxelheim, 2014), och investeringsstrategier som slår index.

Vissa slutkunder, exempelvis enskilda sparare, intresserar sig däremot för transparens inte bara för hur det påverkar risk och avkastning. De vill även att deras investeringar ska överensstämma med deras etiska ställningstaganden (EU HLEG, 2018). De efterfrågar

alltså en typ av transparens som möjliggör ansvarsutkrävande, ex-post transparens (Forssbäck och Oxelheim, 2014), kring investeringarnas faktiska effekter på hållbarhet.

Tidshorisonten är med andra ord av stor vikt. Är den transparens som skapas kring historiska hållbarhetsproblem, existerande risker eller framtida risker, och i så fall på hur lång sikt? Även om många hållbarhetsrisker påverkar företagens reala förutsättningar under årtionden så går det självklart att kortsiktigt spekulera och investera baserat på hållbarhetsdata. EU:s handlingsplan syftar till att möjliggöra långsiktighet genom transparens, men transparens medför alltså inte med automatik incitament för långsiktighet.

Vissa företag i och utanför finanssektorn vill skapa transparens för att höja trovärdigheten i det egna hållbarhetsarbetet och därmed realisera konkurrensfördelar gentemot mindre hållbara konkurrenter. Men det finns även en risk för *green-washing*, då det finns incitament för marknadsaktörer att selektivt framställa sin verksamhet eller investeringar som mer hållbara än vad de är. En viktig fråga är med andra ord vem som bestämmer vilken hållbarhetsinformation det skall råda transparens kring och hur stor flexibilitet det finns kring vad som ska rapporteras.

Här finns med andra ord tydliga potentiella konflikter mellan olika intressenter. Olika typer av transparens kommer möjliggöra för olika aktörer att uppnå sina syften. Det blir därför viktigt att se närmare på de konkreta system för ökad transparens kring hållbarhet som existerar på finansmarknaden. Det är vårt huvudsakliga syfte i kommande kapitel.



OBSERVATIONER

Staten och EU intresserar sig för gröna finanser utifrån ett samhällsintresse om hållbarhet, finansiell stabilitet och hållbar tillväxt.

Policyåtgärder motiveras av två marknadsmisslyckanden:
i) en otillräcklig finansiering av investeringar för hållbar tillväxt och
ii) att priset på investering inte reflekterar deras hållbarhetsrelaterade risker.

I forskningslitteraturen saknas konsensus om hållbarhetshänsyn är lönsamt för företag och investerare men den empiriska forskningen visar en positiv korrelation mellan företag som har höga hållbarhetsvärderingar och finansiell prestation.

Finansiella företag och privata företag intresserar sig för hållbarhet om och när det är lönsamt, huvudsakligen på grund av lägre hållbarhetsrelaterade risker eller att hållbarhet är ett gott argument vid marknadsföring.

Olika system för transparens passar olika syften och aktörer, och har sannolikt olika effekt på de offentliga målsättningarna.

3 Finanssektorns verktyg för att bedöma hållbarhet - ESG

ESG är ett ramverk som används för att operationalisera och värdera företags hållbarhetsrelaterade risker. Det består av tre dimensioner: miljömässig, social och styrningsmässig hållbarhet (Environmental, Social, Governance). Begreppet introducerades av UN Global Compact och blev populärt efter det att Goldman Sachs för över ett decennium sedan började använda ESG istället för det mer moraliskt grundade begreppet Socially Responsible Investment (SRI). ESG har i dagsläget kommit att bli praxis för värdering av hållbarhetsrelaterade risker vid investerings- och finansieringsbeslut.

I det här kapitlet redogör vi för att finns det många leverantörer och metoder samt att resultaten skiljer sig kraftigt. Den transparens som ESG syftar till är partiell och har många vita fläckar.

Vi finner att ESG måttet inte är ett mått på hur hållbart ett företag är i absolut mening och har också vissa brister som mått på företagets hållbarhetsrelaterade risker. Det finns indikationer på att ESG-värderingar i dagsläget huvudsakligen används för finansiella nischprodukter, inte till att omdirigera finansiella flöden mer generellt mot hållbarhet.

3.1 ESG-värderingars innehåll och struktur

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 aktörer⁸. Marknaden domineras dock av ett tiotal leverantörer, vissa specialiserade endast på ESG-värdering, andra med bredare portföljer inom annan finansiell analys och värdering. Utöver dessa mer specialiserade aktörer så tillhandhåller en allt större andel banker, fondkommissionärer, pensionsfonder och andra finansiella institut sin egen ESG-analys, ibland baserad på egen data, ibland på inköpt data från de specialiserade aktörerna. ESG-data säljs med andra ord ibland obearbetad men vanligare är att resultaten sammanställs i form av sammanvägda index. Dessa är alltså inte värderingar i monetär mening, det vill säga uttalanden om ett företags ekonomiska värde i dollar eller kronor, utan värden på arbiträra skalor, ofta mellan 0-100.

I grunden delar värderingarna samma struktur i termer av uppdelningen mellan miljömässig (E), social (S) och styrningsmässig (G) hållbarhet. Inom dessa finns underkategorier såsom klimatförändringar och humankapital som i sin tur har fler underkategorier. En representativ ESG-värdering består av ett 100-tal indikatorer. Indikatorerna är i huvudsak indikatorer på risk men även möjligheter. Indikatorerna kan grovt delas in i fem kategorier:

- Policy – Indikatorer som mäter om företaget har en policy rörande en viss fråga och styrkan eller kvalitén i den policyn.
- Åtgärder – Indikatorer som fångar vilka åtgärder företaget genomför för att minimera risker eller negativ påverkan, realisera möjligheter och så vidare.

⁸ <http://ratesustainability.org/hub/index.php/search/report-in-graph>

-
- 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.

ESG-leverantörerna baserar sin datainsamling på i första hand offentligt tillgänglig information från företagens årsredovisningar, information om kontroverser från media men också från enkäter och intervjuer med företagen. Kapitalförvaltarna är ofta mer lokala och har nära relationer med de företag de värderar, medan de specialiserade värderingsinstituten är mer eller mindre globala och huvudsakligen inhämtar information via årsrapporter och enkäter.

Det är tydligt att olika ESG-leverantörer har fundamentalt olika syn på trovärdigheten i datakällorna. 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.

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 sker utefter vad som är *finansiellt materiellt*, i betydelsen väsentligt eller viktigt. ESG-leverantörerna konkurrerar om att skapa den bästa viktningssmodellen, den bästa operationaliseringen av materialitet. Leverantörerna definierar materialiteten på branschnivå. Målet är att skapa en jämförbarhet mellan företagen i samma bransch men minskar drastiskt jämförbarheten över branscher. Denna ansats brukar kallas *best-in-class* och innebär att de hållbaraste alternativen inte behöver vara hållbara i någon absolut mening.

Det finns en tydlig risk att även index som är komponerade av faktorer som visserligen är relevanta utifrån ett hållbarhetsperspektiv, men viktade 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 materialitet och hållbarhet överlappar.

Olika ESG-leverantörer kommer fram till olika resultat och ESG-värderingar. Enligt vissa jämförelser är överlappningen mellan lika leverantörers värderingar endast litet bättre än slumpmässig. Gemensamt för de flesta ESG-leverantörer är dock att resultatindikatorer väger lätt, till fördel för policy- och kontroversindikatorer.

3.2 Användning av ESG-värderingar

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.

Användningen av värderingarna skiljer sig inte minst i graden av handpåläggning. Vissa kunder köper en färdig värdering, accepterar och applicerar den som den är. Andra köper

in rådata och analyserar själva. Däremellan finns många alternativ. Sammantaget framträder en bild av att de flesta institutionella och större investerare förhåller sig till ESG-värderingar på ett någorlunda kritiskt och sofistikerat sätt. Majoriteten av kunderna gör en egen analys för att åtminstone kontrollera om värderingarna verkar rimliga.

Genomslaget för ESG-värderingar vid investeringsbeslut är svårt att uppskatta och det finns många olika strategier inom finanssektorn för att inkorporera hållbarhet (Faktaruta 1). Mer generellt så är det tydligt att ESG och hållbarhet endast utgör en av många faktorer som investerare tar hänsyn till när de gör sina placeringar. Vi kan konstatera från intervjuer med svenska kapitalförvaltare att graden inflytande kan variera mellan noll och hundra procent, beroende på produkt.

3.3 Svenska företags syn på ESG-värderingar

Att finanssektorn baserar sin strävan efter att väga in hållbarhet i investeringsbesluten med hjälp av ESG-ramverket var tydligt tidigt i vår analys. Men huruvida ESG-värderingarna påverkar och driver på företagets hållbarhetsarbete och gröna omställning var mindre känt.

ESG är en drivkraft för ett fåtal

Medans de flesta av de vi intervjuat vet vad ESG står för saknar dom oftast djupare kunskap om ESG-ramverket och vad ESG-värderingar betyder. För ett fåtal är en hög ESG-ranking en drivkraft och syftet är då att kvalificera sig för tex Dow Jones Sustainability Index.

Anledningen till att en hög ESG –ranking inte är ett prioriterat mål kan bero på att ESG – rankingen inte har någon stor betydelse för företagets tillgång till och kostnad för kapital. I ett annat konjunkturläge och om de finansiella företagen kommer att ge ESG en tyngre vikt kan detta komma att ändras.

ESG är inte ett bra mått på hållbarhet

Endast en respondent anser att ESG är ett bra mått på hur hållbart ett företag är. Någon anser att det inte är heltäckande och flera tycker det är svårt att säga. Ytterligare någon hoppas att det är det. Svaren speglar företagets okunskap om ESG-måttet. Företagen själva har egna interna hållbarhetsmål baserade på vad som är deras hållbarhetsutmaning. FN:s 17 globala hållbarhetsmål (SDG) har haft ett enormt genomslag och många av företagen ”mappar” sin verksamhet mot dessa mål.

Flera av de svenska företag vi intervjuat upplever värderingsinstituterna som mindre insatta i den egna verksamheten än lokala kapitalförvaltare. De arbetar ofta med hjälp av mer eller mindre standardiserade enkäter, snarare än platsbesök och diskussioner med företagen. De frågor som värderingsinstituterna 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.

3.4 Fördelar och nackdelar med ramverket ESG

Den kanske viktigaste fördelen med ESG-värderingar är att ramverket blivit de facto standard och fått en mycket bred spridning vilket i sig bidrar till ökad transparens kring hållbarhetsrelaterade risker och möjligheter. Det möjliggör i sig att dessa kan beaktas i investeringsbeslut.

En annan fördel är att ESG är ett flexibelt ramverk som täcker många hållbarhetsaspekter. Värderingsinstituten och deras kunder kan, om de är insatta, lägga till och dra ifrån indikatorer och välja hur de viktar dem. Kunder har möjlighet att antingen använda värderingsinstitutens färdiga värderingar och rankingar men de kan också välja att använda värderingarna som rådata och välja ut de indikatorer de är intresserade av och även göra egna viktningar och värderingar.

ESG-måttet har också en rad potentiella nackdelar⁹:

- ESG är inte något mått på hur hållbart ett företag är, trots att måttet är uppbyggt av hållbarhetsindikatorer och att många investeringsprodukter marknadsförs som hållbara med ESG-argument.
- Inte ens ur ett riskperspektiv går det dock att dra slutsatsen att ett företag med ett högt (lågt) ESG-värde har lägre (högre) hållbarhetsrelaterade risk.
- ESG-värderingar medför viktning av indikatorer som ofta blir helt avgörande. Viktningen är sällan helt transparent och eftersträvar att vikta de indikatorer som är finansiellt materiella, som korrelerar med lönsamhet.
- ESG-värderingar speglar hållbarhet om hållbarhet lönar sig, vilket kräver andra insatser.
- Viktningen görs vanligtvis branschvis och det går därför inte att jämföra ESG-värden över branscher. Inom en bransch indikerar ESG-värderingar relativa skillnader i hur företag arbetar med hållbarhetsrelaterade frågor utan att väga in om produkten i sig är hållbar, exempelvis oljeutvinning.
- ESG-värderingar baserar till stor del på hur duktigt ett företag är på att kommunicera sitt hållbarhetsarbete, snarare än faktiska resultat, exempelvis utsläpp.
- Det är oklart om ESG-värderingar speglar historisk prestation eller framtida potentiella risker och möjligheter.
- Det går inte att utifrån ett företags ESG-värde över tiden dra slutsatser om hur det utvecklats utan att ha ingående kunskap om den specifika ESG-metod som använts och om denna förändrats under tidsserien.

*ESG-värderingar
innehåller mycket
information men det krävs
kompetens för att tolka
och använda dem.*

⁹ För utförligare beskrivningar av fördelar och brister se Tillväxtanalys PM 2018:15

Det finns många ESG-varianter, varav vissa har eliminerat några av nackdelarna ovan. Det pågår också ett ständigt utvecklingsarbete bland både ESG-leverantörer och användare för att använda ESG-informationen på ett mer sofistikerat sätt¹⁰. Sammanfattningsvis innehåller ESG-värderingar mycket information som kan vara relevant vid finansiella beslut, men det krävs ingående kompetens för att tolka och använda dem.



OBSERVATIONER

ESG-ramverket är flexibelt och omfattar en bredd av hållbarhetsrelaterade indikatorer.

ESG-värderingar omfattar indikatorer på miljöpåverkan men en värdering kan genomföras även när det saknas data.

Det krävs stor kunskap hos användarna för att tolka ESG-värderingar.

En hög (låg) ESG-värdering eller ranking kan inte tas som intäkt för att företaget är mer hållbart (eller mindre hållbart) än ett annat företag.

ESG-värderingar har en låg genomsnittlig betydelse vid investeringsbeslut.

ESG-värderingar är sällan en drivkraft för de värderade företagens hållbarhetsarbete.

¹⁰ https://www.environmental-finance.com/content/analysis/esg-indexes-get-smarter.html?utm_source=150319na&utm_medium=email&utm_campaign=alert

4 Näringslivets frivilliga rapportering och hållbarhetsmål

Som vi kunde konstatera i föregående kapitel är ESG-värderingar finanssektorns sätt att operationalisera hållbarhet men ett mått som inte fått samma genomslag bland företagen. Företagen har istället anammat andra frivilliga initiativ som erbjuder riktlinjer och metoder för hållbarhetsrelaterad strategisk planering och rapportering. Initiativtagaren till ESG-ramverket, UN Global Compact har tillsammans med Carbon Disclosure Project, World Resources Institute, Världsnaturfonden och We Mean Business Coalition utvecklat ett nytt initiativ Science Based Targets (SBT) som syftar till att företagen ska anta vetenskapligt baserade mål för hur mycket och snabbt de ska minska sina koldioxidutsläpp. Initiativet innebär att dessa företag blir transparenta med sina utsläpp, inklusive i sin förädlingskedja och kring deras utsläppsreduktioner.

I detta kapitel redovisar vi resultatet och slutsatserna från en studie där vi intervjuat 7 svenska företag som antagit SBT.

Vi finner att SBT-initiativets kompletterar ESG-måttet genom att täcka upp för flera av ESG-måttets svagheter. Samtidigt har SBT andra nackdelar. Det är ett smalare mått som endast adresserar koldioxidutsläpp och är ett initiativ som ännu fåtal företag anslutit sig till. SBT-företagens målsättningar är beroende av kompletterande investeringar såsom utbyggnaden av en hållbar infrastruktur i form av bland annat ett fossilfritt energisystem och transportsystem för att de ska kunna nå sina SBT.

4.1 Frivillig hållbarhetsrapportering har blivit snudd på obligatoriskt

I intervjuer med 15 stora börsnoterade Svenska företag som blivit ESG-värderade undersökte vi genom intervjuer deras kunskap och syn på hållbarhetsarbete, -rapportering och – värderingar (Tillväxtanalys PM 2018:15).

Enligt intervjupersonerna är det tydligt att hållbarhetsfrågornas betydelse ökat kraftigt och kommit att gå från en värderingsstyrd fråga till att vara av strategisk betydelse. Hållbarhetsfrågor är nu en fråga som styrelsen och ledningen prioriterar och som genomsyrar i lägre eller högre grad hela företaget. Företagen ser i stort sett enhällig och genomgående hållbarhet som möjligheter. Motivet till detta är att de anser att de själva och svenskt näringsliv i stort ligger långt framme och att ökade krav på hållbarhet kommer att gynna dem i deras affärer. Till och med ”risken” för striktare miljöregleringar ses som en möjlighet de intervjuade företagen. Även övriga ”transitionsrisker” kopplade till den gröna omställningen såsom tekniskrisk, marknadsrisk och ryktesrik upplevs av majoriteten som kopplade till möjligheter. De tror sig även kunna hantera reala risker som till exempel extremväder och effekter på produktiviteten i ekosystemen som påverkar tillgången till naturresurser.

Svenska storföretag är därför angelägna att kunna visa upp sitt hållbarhetsarbete och göra det trovärdigt. Hållbarhet har blivit en hygienfaktor och bedöms vara en allt viktigare förutsättning för konkurrenskraft. Slutkunder intresserar sig för hållbarhet men det slår inte igenom på försäljningen. Däremot menar företagen är ett seriöst hållbarhetsarbete är viktigt för de anställdas motivation och nödvändigt för att kunna attrahera duktig ung personal.

Inom näringslivet har andelen som anslutit sig till olika internationella initiativ som syftar till att på frivillig basis arbeta för ökad hållbarhet ökat kraftigt. Runt 1400 multinationella företag har satt ett internt koldioxidpris för att minska sina utsläpp och kostnader (CDP, 2017). Över tolv tusen företag har skrivit under UN Global Compact vars säljargument är att företag som tar hållbarhet på allvar signifikant utpresterar andra företag.

Det kan dock inte uteslutas att företag ansluter sig till liknande initiativ för att på ytan förbättra sin hållbarhetsprofil, vilket kan attrahera kunder, personal och investerare, utan att hållbarhetsarbetet är starkt eller stärkts, en variant av *green-washing* (e.g. Milne et al., 2009). Företag med god hållbarhetsprofil kan också uppleva minskade kostnader för kapital, då investerare letar efter sådana investeringar, vilket i sig kan utgöra en drivkraft att framstå som eller vara hållbar (Ng och Zabihollah, 2015).

4.2 Science Based Target Initiative

Vi har tittat närmare på ett sådant initiativ, Science Based Targets Initiative (SBT), med hjälp av intervjuer med 7 svenska företag som anslutit sig till initiativet¹¹. Initiativet är intressant eftersom det har potential att bidra med framåtsyftande, transparent information om utsläpp av växthusgaser (en av många hållbarhetsaspekter) som skulle kunna komplettera den information som typiskt ingår i ESG-värderingar.

SBT har utvecklats i samarbete mellan Carbon Disclosure Project, UN Global Compact (som en gång i tiden utvecklade ESG-metodikerna), World Resources Institute, Världsnaturfonden och We Mean Business Coalition. Initiativtagarna jobbar för att Science Based Targets initiative ska bli praxis inom hållbarhetsrapportering år 2020. I dagsläget (april 2019), är 546 företag från 40 länder anslutna till initiativet varav 196 företag hade utvecklat och fått sina mål validerade. I denna grupp ingår 21 svenska företag, varav 8 fått sina mål validerade, bland dem finns några av Sveriges största företag.

Syftet med initiativet är att driva på den gröna omställningen genom att tillgängliggöra information och verktyg. . Initiativet vill genom att lyfta fram fördelarna som genereras för anslutna företag, i form av ökad innovationsförmågan, stärkt förtroende hos investerare, minskad osäkerhet kring kommande lagstiftning samt ökad lönsamhet och konkurrensfördelar, öka antalet företag som ansluter sig till initiativet.

Anslutning till initiativet sker i en tvåstegsprocess, där företag först själva ansöker om att ansluta sig till initiativet, "*committa*". För detta första steg krävs inte någon prestation mer än att fylla i själva ansökan. I nästa steg krävs att företaget kartlägger alla utsläpp som sker i den egna produktens värdekedja, det vill säga utsläpp från alla steg i processen¹² som krävs för att ta fram varan eller tjänsten från grunden inklusive tjänster som förbrukas till att varan är slutkonsumerad.

¹¹ Alla intervjuade personer är ansvariga för eller har en mycket nära koppling till respektive företags arbete med SBT.

¹² Utsläppen benämns Scope 1, Scope 2 och Scope 3 beroende på var i produktens värdekedja de genereras. Scope 1 avser direkta utsläpp av växthusgaser som genereras av de insatsvaror och processer som företaget äger och kontrollerar. Scope 2 avser indirekta utsläpp av växthusgaser som genereras i framställning av energi och elektricitet som konsumeras av företaget. Scope 3 avser övriga indirekta utsläpp av växthusgaser som genereras av andra företag till exempel i framställning och förädling av insatsvaror, transporter som inte sker inom det egna företaget, utsläpp från elektricitet som inte inkluderas i Scope två samt av avfall.

Med kartläggningen som grund sätter företaget mål för att minska sina direkta och indirekta utsläpp tillräckligt mycket och tillräckligt snabbt, för att göra sin del i det gemensamma åtagandet att världen ska begränsa jordens genomsnittliga temperaturökning till som mest 1,5 grader i slutet av århundradet. SBT-initiativet har tidigare haft ett 2-gradersmål men våren 2019 höjdes ambitionen till 1,5 grad. Företag som anslutit sig tidigare har uppmanats att revidera dessa för att sträva mot 1,5. Om målen är tillräckliga valideras de av initiativet och företaget uppnår då status "*target set*" som är det andra och sista steget i anslutningsprocessen. Det finns tre metoder för att sätta utsläppsmål och företag kan själva välja mellan dessa¹³:

- Sektorsbaserad metod: bygger på att den globala budgeten för jordens totala utsläpp delas upp i andelar för respektive bransch, som därefter delas upp mellan individuella företag i branschen baserat på företagets storlek.

Absolut metod: den procentuella minskningen som krävs på global nivå för att uppnå ett givet scenario (till exempel 1,5-gradersmålet) appliceras på alla företag.

Förädlingsvärdebaserad metod: en global utsläppsbudget delas upp mellan företag givet respektive företags andel av global BNP.

För att behålla statusen, med vetenskapligt validerade mål, ska företagen redovisa sina utsläpp och utvecklingen mot målet en gång per år, ofta i årsredovisningen eller i sin hållbarhetsrapport. Det finns ingen sanktion i form av bestraffning av företag som inte lyckas nå sina mål.

Affärsnyttan styr valet att anta SBT

Företagen anger ofta flera olika motiv till varför de antagit SBT. Gemensamt är att samtliga uppger att SBT ger trovärdighet till deras arbete med att minska utsläppen av växthusgaser. Affärsnytta genom effektivare resursutnyttjande är ett annat vanligt motiv. Flera företag menar att SBT-initiativet är en viktig arena om man vill ligga i framkant och leda omställningen. De motiverar sin anslutning med att SBT-initiativet innebär en kvalitetsstämpel och erbjuder ett seriöst tillvägagångssätt som är oberoende och objektivt i och med att det är forskningsbaserat.

Ett annat vanligt motiv är att föregå lagstiftning som väntas inom området. Företagen räknar med höga kostnader för utsläpp av koldioxid alternativt förbud.

Tillgång på kapital och påtryckning från investerare eller ägare motiverar också. Företagen förväntar sig att investerare framöver kommer att ställa krav på företagens klimatarbete. Ett annat motiv är att förebygga och minska den ekonomiska risken då lagstiftning väntas på området.

Företagen som säljer direkt till konsumenter framhåller att det inte är någon konkurrensfördel att arbeta med SBT eftersom kunder generellt inte känner till initiativet. Företagen som säljer till andra företag menar däremot att klimatarbetet stärker deras konkurrensfördel.

¹³ I de fall två metoder ger stor skillnad i ambitionsnivå gäller den metod som kräver den större minskningen, för att målen ska valideras av initiativet. Inom några branscher saknas metodstandard. Finanssektorn, och i viss mån även utvinning av råpetroleum och naturgas, kan därför ännu inte sätta utsläppsmål som valideras genom initiativet.

Ett motiv som ett par av företag lyfter fram är att det är helt avgörande med trovärdighet hållbarhetsarbetet i för att attrahera kompetent personal.

Kartläggningen krävande men givande

Att jobba med SBT kräver data om utsläpp i hela värdekedjan. Den kartläggning som företagen inleder arbetet med är omfattande. Underleverantörer är ofta ointresserade av att dela med sig av information, samtidigt som upp till 90 procent av utsläppen i värdekedjan kan ligga just där. Många företag efterlyser därför tillgång till statistik över utsläpp alternativt att det blir obligatoriskt att företag lämnar en klimatdeklaration för sina produkter. Tillsvare vidare måste alla företag uppfinna hjulet på nytt och själva skatta utsläppen i värdekedjan vilket är tidsödande.

Företagens arbetssätt och strategier för att nå SBT

När vi frågade företagen hur de arbetar framträder en komplex förändring som kräver både nya affärsmodeller, arbetssätt, produkter och produktionsprocesser. Ofta hör de samman och är beroende av varandra. Alla företag menar dock att *energieffektiviseringar*, tillgång till *förnyelsebar energi* och *fossilfria transporter* är avgörande för att de ska lyckas. Alla utom ett företag producerar också i någon utsträckning *egen förnybar el* för den sverigebaserade verksamheten.

En strategi som lyfts fram av företagen är affärsmodeller som på olika sätt stödjer ett cirkulärt produktliv. Det bygger på produkter med längre hållbarhet, vilket möjliggörs genom nya material- och designval samt nya typer av tjänster för att dela, leasa, reparera och sälja vidare produkter och till sist återvinna materialet som återigen blir till nya produkter.

Affärsmodellerna inkluderar också helt nya samarbeten och avtal med både kunder och leverantörer. Nya avtalsformer där både kunder och leverantörer förbinder sig att använda och leverera förnybar energi börjar användas allt mer. Och avtal med leverantörer blir betydligt längre för att leverantören ska vilja investera i omställningen.

Företagen driver idag främst på för energieffektiviseringar hos levererande fabriker men även omställning till förnyelsebar energi har påbörjats. Även om en leverantör producerar också åt andra, arbetar de svenska företagen för att hela fabriken ska ställa om. Företagen är medvetna om att betydande utsläpp sker hos kunden men uppger att det är svårt att arbeta med den delen av värdekedjan. Möjligheten att påverka leverantör och kund varierar också med storlek på företaget och antal kunder. Mindre företag upplever att leverantören inte går att påverka och att det därför skulle behövas en större tvingande transparens. Enklare är det att arbeta med den interna effektiviseringen. Interna utsläppsrätter, in-setting (det vill säga fånga och lagra koldioxid i den egna värdekedjan) och att nyttja lokala förutsättningar är några av arbetssätten som används.

Betydelsen av kompletterade faktorer

Alla företag bedömer att tillgång till förnybar energi, investeringar för energieffektiviseringar och fossilfria transporter är avgörande för att de ska lyckas uppnå sina respektive SBT. Men det är i hög utsträckning faktorer som de själva inte kan råda över utan som behöver genomföras av andra. Företagen efterfrågar tydlighet för att själva våga investera (Tabell 1).

Det råder till exempel osäkerhet om vilka infrastruktursatsningar som kommer att genomföras. Hälften av de intervjuade företagen menar att helt nya material eller betydande

utveckling av bland annat plast och betong och andra insatsvaror är viktiga. Samt att det inte finns tillräcklig tillgång till återvunna material.

Företagen framhäver att om dessa bredare samhällsförändringar inte är på plats eller planeras så tappar de egna utsläppsmålen sin trovärdighet och sitt informativa innehåll.

Tabell 1 Externa faktorer som de intervjuade företagen lyfter fram som viktiga för att de ska nå sina SBT

Externa faktorer
Tillgång förnyelsebar energi
Fossilfria transporter
Tillgång återvunnet material
Bristfällig tillgång tillförlitlig data och statistik över utsläpp
Tillgång till kapital för investeringar
Olika förutsättningar i olika länder
Företagets inflytande på marknaden
Regler vid upphandling

4.3 Fördelar och nackdelar med företagsdriven rapportering enligt SBT

Det finns som vi skrev i kapitlets inledning många olika frivilliga initiativ och standarder för rapportering. Vi har tittat på SBT-initiativet eftersom det har några tydliga intressanta fördelar som vi även funnit evidens för i våra intervjuer

- Tydliga framåtsyftande scenarion – SBT är långsiktiga mål och information om hur företag ska planerar att nå dem.
- Vetenskapligt baserade - utsläppsmål som sätts är baserade på den mest aktuella forskningen. Målen är därmed kopplade till en definition av hållbarhet, inte relativt andra företag.
- Transparent metodik och metodutveckling.
- Uträkningar och datainsamling ligger hos de aktörer med bäst insyn, det vill säga företagen själva.
- Metodiken för att beräkna utsläpp är bransch-specifik samtidigt som utsläppsminskningens målen är absoluta och inte som för ESG relativa.
- Tydliga krav på rapportering och uppföljning av resultat, inte bara planer.
- SBT medför identifiering av utsläppskällor i hela värdekedjan.
- Tydlig drivkraft för SBT-företagens egna investeringar i grön omställning, vilket motiverar fortsatt deltagande och korrekt rapportering.

Samtidigt ser vi vissa begränsningar med denna typ av rapportering som gör att den i sig inte är tillräcklig för att finanssektorn ska förlita sig uteslutande på sådan information.

- Endast är en liten del av näringslivet globalt och i Sverige har antagit SBT. De företag som frivilligt ansluter sig kan vara de som redan hunnit längst, den större utmaningen finns bland andra bolag.
- Endast klimatpåverkan - måttet omfattar bara klimatpåverkan och inte andra negativa miljöeffekter eller sociala hållbarhetsmål. I det avseendet är måttet specialiserat och smalt.
- Kostnad - Sedan 2018 har SBT infört en avgift för valideringen av företagets mål. Utöver det kan själva inventeringen och beräkning av utsläpp och mål vara en stor och komplex uppgift som företag behöver anlita extern hjälp för.
- Det är svårt för mindre företag att begära in information från underleverantörer och kunder, vilket gör att initiativet lämpar sig bäst för stora företag.
- Målsättningarna som tas fram anses endast trovärdiga av de intervjuade om de bredare omställningarna inom exempelvis energi- och transportsystemen faktiskt sker.
- Det finns potentiella problem med aggregeringen av företagens målsättningar. De planerar alla att ta del av exempelvis den gröna elen eller de gröna alternativ för insatsvaror som finns. Om dessa är begränsade så kan alla planer inte uppfyllas samtidigt.



OBSERVATIONER

SBT är ett smalt mått på hållbarhet som endast omfattar koldioxidutsläpp.

Endast ett fåtal (men stora) företag har ännu anslutit sig.

SBT innebär att företag sätter vetenskapligt baserade mål för sina utsläppsminskningar i linje med vad som krävs för att nå Parisavtalets övergripande mål.

SBT är framåtsyftande och dess beräkningsmetodik är transparent.

SBT omfattar företagets hela leverantörskedja.

SBT-företagen är beroende av externa faktorer för att nå sina mål.

5 Politiskt beslutade rapporteringskrav

Sverige implementerade från och med 2017 EU-direktivet som antogs 2014 och som ställer rättsliga krav på företag med fler än 500 anställda att upprätta en årlig hållbarhetsrapport. Lagkravet syftar till att skapa en effektivare inre marknad med samma spelregler för alla företag i medlemsländerna genom att göra information om hur företag arbetar med hållbarhetsfrågor mer öppen och jämförbar. Rapporteringskraven är tänkta att ge företagen verktyg att hantera sina hållbarhetsrisker och på sikt ge konkurrensfördelar och ökad lönsamhet.

Sverige valde att implementera direktivet bredare och inkludera företag med fler än 250 anställda, en nettoomsättning på över 350 miljoner kronor eller en balansräkning på 175 miljoner. Detta då man bedömde att stora företagen redan hållbarhetsrapporterar och att direktivet annars inte skulle få någon nämnvärd effekt.

I detta kapitel redovisar vi resultatet av delstudien (Tillväxtanalys 2018) där vi analyserat i vilken utsträckning bidrar EU-direktivets implementeringar bidrar att rapporteringen faktiskt blivit mer öppen och jämförbar, mätt som ökad mängd hållbarhetsinformation respektive mer enhetlig rapportering.

Vi finner i korthet att direktivet i sin nuvarande form inte lett till varken ökad transparens eller till mer jämförbar hållbarhetsinformation. Det innebär i sin tur att det inte bidragit till grönare finanser eller till någon grön omställning av näringslivet. Potentialen ligger i att det tagits ett första steg från vilket ambitionsnivån kan höjas och på sikt bidra till mer och jämförbarare hållbarhetsinformation.

5.1 Direktivets effekt på transparens och jämförbarhet

Den bredare Svenska implementeringen innebär att 1500 företag omfattas av den nya hållbarhetslagen vilket motsvarar omkring 3 procent av alla aktiebolag. Totalt arbetar drygt 1 miljon personer i företagen som omfattas av lagkravet vilket motsvarar 45% av alla anställda i den privata sektorn. Nettoomsättningen för dessa företag uppgick till knappt 4 470 miljarder kronor vilket motsvarar två tredjedelar av den totala nettoomsättningen i bolagssektorn. De hållbarhetsrapporterande företagen står för 62% av näringslivets förädlingsvärde och 67 procent av koldioxidutsläppen.

Hur informationen redovisas är upp till berörda parter men företagen uppmanas att stödja sig på nationella eller internationellt erkända ramverk såsom FN:s Global Compact-initiativ, OECD:s riktlinjer för multinationella företag, Internationella standardiserings-organisationens ISA 26000 eller ILO:s trepartsdeklaration om principer för multinationella företag. Vissa av rapporteringskraven bygger på principen ”följ eller förklara”, vilket innebär att ett företag inte måste ha en specifik policy utan endast förklara skälen till att de avstår.

Analysen av om lagkravet lett till ökad öppenhet och jämförbarhet använde data som löper över fyra år, från 2014 till 2017 varav det sista under lagkrav. Att inte bara titta på de senaste två åren gör att vi kan få en bild av den eventuella trenden och om året under lagkrav sticker ut från denna. Databasen (Nordic compass) omfattar innehåller uppgifter om ESG-indikatorer för runt 400 företag som handlas på NASDAQ OMX Nordic large- and mid-cap-segment, varav ungefär 40 procent är bolag med huvudkontor i Sverige. Nordic Compass innehåller närmare 80 ESG-indikatorer, uppdelat i kategorierna miljö (E), samhällsansvar (S) och styrning (G).

Analysen visar att företagen i genomsnitt över de studerade åren redovisar ungefär hälften av miljö- och samhällsansvarsindikatorerna (E och S) samt något fler av styrningsindikatorerna (G). De svenska företagen redovisar något mer hållbarhetsinformation än de utländska företagen, framför allt styrningsinformation. Det går inte att se någon tydlig förändring av mängden rapporterad information över tidsperioden.

Hållbarhetsrapporternas jämförbarhet undersöks genom statistiska tester av enhetligheten i företagens redovisade hållbarhetskriterier. Analysen visar att måttet på de svenska hållbarhetsrapporternas enhetlighet håller en nivå halvvägs mellan slumpmässig och perfekt samstämmighet. Det finns alltså en viss samstämmighet i hur företagen hållbarhetsredovisar. De svenska hållbarhetsrapporterna tycks bli något mer enhetliga över tid, medan de utländska företagens hållbarhetsrapportering uppvisar en mer konstant eller till och med svagt negativ utveckling.

Tabell 2 Medelantalet rapporterade ESG-kriterier

ESG-kriterier	Företag	2014	2015	2016	2017
Environment	Svenska	6.40	6.11	5.68	4.94
	Samtliga	6.40	6.00	5.44	4.65
Social	Svenska	15.71	14.35	14.37	14.35
	Samtliga	15.57	14.52	13.43	13.80
Governance	Svenska	22.07	21.77	21.62	21.60
	Samtliga	20.99	20.76	19.97	20.02
Totalt	Svenska	44.18	42.23	41.07	40.89
	Samtliga	42.96	41.28	38.84	38.47

Tabell 3 Hållbarhetsrapporteringens enhetlighet där -1 är fullständig osamstämmighet, 0 är slumpmässig samstämmighet och 1 är perfekt samstämmighet

ESG-kriterier	Företag	2014	2015	2016	2017
Environment	Svenska	0.228	0.255	0.297	0.300
	Utländska	0.234	0.217	0.213	0.204
Social	Svenska	0.387	0.352	0.373	0.396
	Utländska	0.357	0.309	0.316	0.314
Governance	Svenska	0.651	0.670	0.647	0.700
	Utländska	0.518	0.539	0.450	0.490
Totalt	Svenska	0.471	0.475	0.492	0.525
	Utländska	0.409	0.400	0.375	0.397

Vi ser inga uppenbara trendbrott i samband med att regelverket implementerades vare sig när det gäller mängd redovisad hållbarhetsinformation eller redovisningarnas jämförbarhet.



OBSERVATIONER

Lagkravet som implementerades i Sverige 2017 ställer krav på stora företag att upprätta en hållbarhetsredovisning.

Då flera av rapporteringskraven är av principen "följ eller förklara" är det inte ett krav att företaget rapporterar, bara att de anger varför de inte gör det.

Lagkravet har inte lett till vare sig mer eller jämförbarare hållbarhetsinformation i de analyserade länderna.

De stora företagen hållbarhetsredovisade redan före lagkravet.

6 Finanssektorn som draglok för den gröna omställningen?

Det finns höga förhoppningar på att finanssektorn ska fungera som ett draglok för den gröna omställningen av näringslivet. I det här ramprojektet har vi analyserat några av de initiativ, ESG-värderingar, SBT och lagkravet EU NFRD, som antas kunna främja gröna finanser för en grön omställning.

I kapitlet diskuterar vi och drar slutsatser baserat på delstudiernas resultat som redovisats i kapitel 3, 4 och 5 för att svara på de frågor vi ställde i inledningen:

- Vilken transparens kring hållbarhet har ESG-värderingar och initiativen skapat på finansmarknaden?
- Har ESG-värderingar och initiativen potential att bidra till grönare finanser, i termer av förändrade kapitalflöden och förbättrad riskhantering?
- Har ESG-värderingar och initiativen potential att göra finanssektorn till ett draglok för näringslivets gröna omställning?

6.1 Vilken transparens kring hållbarhet har skapats på finansmarknaden?

Vi finner att ESG-värderingar som ett ramverk i teorin har potential att bidra med ökad transparens, men att de i praktiken har begränsats till att indikera hållbarhet på marginalen och med låg tillförlitlighet.

Kategorierna i ESG-värderingar överlappar väl med internationella målsättningar kring hållbarhet, det vill säga Agenda 2030 och Parisavtalet. Många av de indikatorer som ingår i värderingarna är också av hög relevans. Tidigare kritik av ESG-värderingar har fokuserat huvudsakligen på dataunderlaget, främst att de baseras på årsredovisningar där företag har stor frihet att när det gäller hållbarhetsindikatorer välja vilken information de redovisar.

Finanssektorn har behov av transparens kring företagens hållbarhetsrelaterade risker. ESG-värderare vill kunna samla in hållbarhetsrelaterad information tids- och kostnadseffektivt. Företagen vi intervjuat anser emellertid att ESG-värderingarna bygger på delvis irrelevanta standardiserade frågor och extern opålitlig data. Här ser vi en tydlig intressekonflikt där en oberoende aktör eller staten kan ha en viktig roll att balansera olika intressen genom att standardisera vilken hållbarhetsrelaterad information som ska redovisas.

Vi vill lyfta fram att ESG-värderingar i normalfallet är designade att belysa den relativa hållbarheten mellan företag inom branscher. De lägger därför stor vikt vid de faktorer som skiljer sig mellan företagen, vilket ofta är hur duktiga de är på att rapportera sitt hållbarhetsarbete, snarare än de gemensamma hållbarhetsrisker som branschen är utsatt för eller indikatorer på absolut miljöpåverkan. Materialitetsviktningen medför alltså att ESG-värderingar inte skapar transparens kring hållbarhet i någon absolut, endast i bästa fall en relativ, betydelse.

ESG-värderingar kräver en sofistikerad användare som förstår hur de är designade och hur viktningen fungerar. Vi noterar dock att de flesta kapitalförvaltare verkar förhålla sig till värderingarna på ett kritiskt och sofistikerat sätt. Detta är däremot osannolikt att individuella sparare har tillräcklig kunskap, tid och insyn för att korrekt bedöma värderingars innehåll och betydelse.

De data som skapas av företagen som anslutit sig till Science Based Targets Initiative skiljer sig från de som typiskt ingår i ESG-värderingar. Dels för att den är tydligt framåtsyftande och bygger på scenarier för hur stora utsläppsminskningar som behövs för att vara i linje med Parisavtalets målsättning. Dels för att de utsläppsdata som publiceras kan jämföras med en vetenskapligt baserad nivå på hållbarhet, det vill säga hållbarhet i en mer absolut mening. Metoden bakom beräkningarna är transparent och beräkningarna valideras av en extern aktör. Det existerar en uppsjö liknande initiativ för att skapa mer trovärdig data kring många av de enskilda frågor som ingår i ESG-värderingar. SBT representerar en mer transparent form av rapportering kring hållbarhet, som möjliggör ökad förutsägbarhet och ansvarsutkrävande.

Vår analys av implementeringen av lagkravet EU:s Non-Financial Reporting Directive indikerar att direktivet sparkar in öppna dörrar. De svenska företag vi intervjuat anger att de inte nämnvärt ändrat sin rapportering när direktivet infördes. Det ska dock sägas att vi främst intervjuat större företag och inte de mindre företag som omfattas av den striktare svenska implementeringen. Vår kvantitativa analys av hållbarhetsrapporteringen i fem länder (inklusive Sverige) stödjer intervju svaren och indikerar att direktivet inte lett till en utökad eller mer jämförbar rapportering. Lagkravet kan dock ha fått en indirekt effekt då direktivet lett till att frågorna fått uppmärksamhet. Direktivet anger inte vad företagen ska rapportera om eller hur de ska räkna på hållbarhet, detta lämnas att utvecklas inom diverse frivilliga rapporteringsstandarder. Direktivet bidrar därför i sin nuvarande form inte till transparens kring metoder.

6.2 Bidrar initiativen till gröna finanser och förbättrad riskhantering?

Det är tydligt att finanssektorns intresse för hållbarhetsrelaterad information ökat och att ESG är det ramverk och verktyg som används. Hur ESG-information och ESG-värderingar används varierar dock kraftigt. ESG-faktorerens betydelse vid investeringar kan vara allt ifrån noll till hundra procent, där de vanligtvis har en mycket låg betydelse men i vissa nischprodukter har en överordnad betydelse. I Schröders enkätstudie riktade till institutionella investerare rankades hållbarhet näst lägst bland de faktorer som investeraren vägde in i beslutet.

Att hållbarhetsfaktorer och därmed ESG-värderingar har en låg vikt kan dock vara på väg att förändras. Vår forskningslitteraturöversikt visar att det inte finns någon målkonflikt mellan hög ESG-värdering och finansiell prestation. Tvärtom visar många studier på en positiv korrelation. Vår ekonometriska analys visar att förbättrad ESG-värdering har en liten men statistisk signifikant effekt på företagens, och därmed investerarnas, finansiella risk, mätt som Value At Risk (VaR). Det indikerar att ESG-värderingar har ett visst värde för att höja förutsägbarheten på marknaden och för finanssektorns riskhantering.

Det finns indikationer på att ESG-faktorer i ökad omfattning integreras i standardprodukter och att trenden går mot att integrera ESG i "smart beta strategies" dvs att i passiva fonder väga in hållbarhetsfaktorer. Då den passiva fondmarknaden är den som växt snabbast och står för huvuddelen av aktiemarknaden innebär ESG-integrering där att dess betydelse går från en grön nisch till att påverka en större del av alla tillgångar under förvaltning.

Det är dock för tidigt att uttala sig om i vilken utsträckning ESG kommer att integreras i standardprodukter och om det i så fall leder till grönare finanser. Dess betydelse för gröna finanser är beroende av en kompetent och adekvat integrering som omfattar utfallsmått där dessa får ökad tyngd. Tydliga risker som infaller tidigt får mer genomslag på

prissättningen än vaga risker som infaller senare, allt annat lika. Statliga eller icke-statliga initiativ som tydliggör framtida risker och möjligheter - exempelvis SBT, Sveriges klimatlag eller projektionerna i ETS-systemet - gör att dessa risker enklare kan värderas och prissättas inom ESG-ramverket (EU HLEG, 2017). Utan sådan tydlighet kring ekonomiska konsekvenser så kommer ESG-värderingar spela roll på en mindre värderingsstyrd nischmarknad.

Science Based Targets, med sitt fokus på långsiktig planering för minskningar i koldioxidutsläpp i linje med Parisavtalet, har potential att hjälpa finansmarknaden identifiera vilka bolag som har en trovärdig väg till hållbarhet. Det håller sedan 2018 även på att utvecklas en metodstandard för hur bolag inom finanssektorn ska kunna sätta SBT (inklusive att minska utsläppen i sina investeringar). Betydelsen för det samlade finansiella kapitalet beror dels på hur stor del av kapitalmarknaden som kommer att anta SBT, dels på hur stor vikt finanssektorn kommer att ge SBT, dvs om företag som antagit SBT kommer att få ökad tillgång till och lägre kostnad för kapital. En betydande begränsning med SBT i termer av riskhantering är att chansen att enskilda anslutna företag nå sina mål är avhängig externa faktorer såsom en omställning till ett fossilfritt energi- och transportsystem, vilket SBT-rapporteringen i dagsläget inte skapar fullständig transparens kring.

Då EU:s direktiv för icke-finansiell rapportering, vad vi kan se i vår analys hittills, inte lett till några betydande skillnader i hur företagen rapporterar, bedömer vi att det inte kommer ha några större betydande följd effekter på kapitalströmmar och riskhantering.

6.3 Bidrar initiativen till att göra finanssektorn till ett draglok för den gröna omställningen av näringslivet?

Våra intervjuer med svenska storföretag visar att kunskapen om ESG-värderingar inom näringslivet varierar och att måttets betydelse som drivkraft för hållbarhetsarbetet i genomsnitt är låg. ESG är finanssektorn mått och företagen har sina egna mått och mål. Några företag sticker dock ut och har djup kunskap om ESG-värderingar. För dessa fåtal stora företag är ESG ett sätt att positionera sig i framkant genom att till exempel komma med i Dow Jones Sustainability Index och att bli inkluderade i ESG-fonder.

Ett ekonomiskt incitament som lyfts fram i litteraturen mellan ESG-prestation och företagens finansiella prestation är att ESG-värderingar kan påverka tillgången till och kostnaden för kapital. Vår ekonometriska studie baserad på historiska data (2005-2017) indikerar att högre ESG-värderingar är associerade med lägre kostnad för externt kapital. Effekten är störst för svenska företag. För dessa är en ökning av ESG-värdet med 1% associerat med 0,4% lägre risk, vilket leder till lägre kapitalkostnader.

I intervjuer med företagen så framstod det dock att de inte upplevde att tillgång till och kostnad för kapital påverkas i nämnvärd utsträckning av deras ESG-prestation. Den period under vilken intervjuerna genomfördes, hösten 2018, präglades dock av historiskt god tillgång till och låga kostnader för kapital vilket kan vara anledningen till att detta motiv inte är något företagen lyfter fram.

ESG som drivkraft för en grön omställning av näringslivet begränsas av att det i huvudsak är börsbolagen som ESG-värderas, då det är dem finansmarknaden i första hand intresserar sig. Dessa står för dock en stor del av näringslivets förädlingsvärde. Mindre företag hållbarhetsrapporterar i betydligt lägre utsträckning (de täcks inte heller av krav att göra det). De företag som inte hållbarhetsrapporterar missgynnas närmast automatiskt i ESG-värderingar. Ytterligare en anledning till tveksamheten kring om ESG-värderingar bidrar

till en grön omställning av näringslivet är att ESG i störst utsträckning används på andrahandsmarknaden, det vill säga för att analysera och prissätta existerande aktier och papper. Sammanfattningsvis är vår bedömning att ESG har en marginell effekt på näringslivets gröna omställning.

De företag som antar SBT kommer om de fullföljer sina planer att ställa om sin produktion till låga koldioxidutsläpp. Då utsläppsminskningarna omfattar företagens leverantörskedja spiller ambitionen över på underleverantörer. Hur SBT-företagen och initiativet spiller över och påverkar övriga näringslivet vet vi ännu inte då initiativet är ungt och antalet SBT-företag få. Det är möjligt att SBT-företagen kan visa på goda erfarenheter som skapar incitament för fler att ansluta sig eller att arbeta med andra liknande metoder. SBT kan komma att ingå i ESG-ramverket som en grupp av indikatorer under miljö-kategorin. Det kan i sin tur skapa incitament för fler företag att ansluta sig till SBT eller liknande initiativ. SBT-företagen berättar att de lyckats sänka sina kostnader markant efter det att de gått igenom sin verksamhet och hittat lågt hängande frukter som snabbt bidragit till att sänka deras koldioxidutsläpp. Men de vittnar också om att de för att nå sina långsiktiga mål är beroende av externa faktorer såsom en omställning till ett fossilfritt energi- och transport-system som de inte har full rådighet över. Några har löst delar av tillgången till hållbar energi via underleverantörer som om de får brist får lösa det genom att klimatkompensera. SBT-företagen har alltså i vissa fall outsourcat ansvaret. Det är en möjlig strategi för ett fåtal föregångare men omöjligt för näringslivet i sin helhet. Även inom andra områden än inom energi och transporter pekar SBT-företagen på kapacitetsbrister. Tillgång till förnyelsebar och återvunnet material tex plast pekas ut.

Utifrån vår analys kan vi inte se att lagkravet (NFRD) bidragit till någon grön omställning av näringslivet då det inte lett till att företagen i de studerade länderna rapporterar mer hållbarhetsinformation och heller inte mer jämförbart.

6.4 Slutsatser

I denna ramrapport har vi granskat och analyserat tre centrala initiativ, två frivilliga och ett lagkrav. Syftet har varit att analysera i vilken utsträckning initiativen bidrar till ökad transparens, grönare finanser och en grön omställning av näringslivet samt om det finns en roll för staten och i så fall hur. Våra analyser av ESG, SBT och EU:s lagkrav NFRD visar i korthet att:

Hållbarhetsrisker har finansiell betydelse och transparens är efterfrågad

- Forskningslitteraturen indikerar att det inte finns någon målkonflikt och ofta en positiv korrelation mellan hållbarhet och finansiell prestation.
- Vår analys, baserad på historiska data, indikerar att högre ESG-värderingar är förknippade med lägre finansiell risk, utan att påverka avkastningen negativt.
- Finanssektorn lägger allt mer resurser på att värdera företagens hållbarhet med syfte att minska sina investeringars hållbarhetsrelaterade risker och för att kunna marknadsföra hållbara placeringalternativ.

ESG inget transparent mått på hållbarhetsrisker

- ESG-värderingar kräver stor kunskap hos användaren för att kunna tolkas.

-
- ESG-värderingar är vanligtvis gjorda för att möjliggöra rankingar av företag inom en bransch, inte gradera företag utifrån hållbarhet i en absolut mening.
 - ESG-värderingar av ett och samma företag gjorda av olika leverantörer skiljer sig åt – ofta väsentligt - huvudsakligen på grund av svårgenomskådad viktning av faktorer.
 - ESG-värderingar fångar *hur* företag arbetar med hållbarhet, men det kan saknas information om den faktiska miljöpåverkan t.ex. i form av koldioxidutsläpp.

De kompletterande initiativ vi studerat har ännu inte haft betydande effekter på transparensen

- EU:s lagkrav på stora företag om obligatorisk hållbarhetsredovisning har för Sverige och fyra jämförbara länder inte ökat omfattningen på redovisningen och inte heller gjort den mer enhetlig.
- SBT-initiativet bidrar med framåsyftande information om hur företag planerar minska sina koldioxidutsläpp i linje med Parisavtalet. Planen valideras inom SBT-initiativet och företagen ska för att behålla sin status redovisa sina utsläpp och utvecklingen mot målen en gång per år. Endast ett fåtal företag är dock anslutna i dagsläget, även om planen hos de aktörer som står bakom är att göra SBT till rapporteringsstandard.

ESG och initiativen har knappas lett till några större förändringar av kapitalflöden i Sverige

- Allt fler investerare använder sig av ESG-värderingar som ett underlag vid investeringsbeslut och det finns planer på att använda ESG även i breda indexfonder.
- ESG-värderingar har dock fortfarande låg genomsnittlig vikt för finansiella aktörers investeringsbeslut. De reala hållbarhetsriskerna ligger ofta långt i framtiden och transitionsriskerna beror av svårförutsedda framtida förändringar i regleringar och marknadsvillkor.
- ESG-värderingar har endast stor betydelse i vissa finansiella produkter såsom ESG-nischade fonder, som köps av kunder som är värderingsstyrda eller har ovanligt långa tidshorisonter.
- SBT ingår i normalfallet inte som en indikator i ESG och omfattar endast ett fåtal, om än stora, svenska företag.
- Då implementeringen av EUs direktiv inte har lett till att företagen ökat eller förändrat sin hållbarhetsredovisning i Sverige, har det knappast bidragit till förändrade kapitalflöden.

ESG-värderingar har inte ännu gjort finanssektorn till ett draglok för den gröna omställningen av näringslivet i stort

- Då endast stora börsbolag ESG-värderas är det en stor del av näringslivet som inte berörs.

-
- Endast ett fåtal företag ser ESG-värderingar som en drivkraft för deras hållbarhetsarbete. En anledning är att det i dagsläget inte påverkar tillgång till och kostnad för kapital då tillgången på kapital generellt är hög och kostnaden låg.

7 Hur kan staten bidra till att finansiella flöden leder till en grön omställning?

Den gröna omställningen av näringslivet är en prioriterad fråga i den sittande regeringens programförklaring liksom i EUs handlingsplan för finansiering för hållbar tillväxt. Våra observationer visar på att det inte ska ställas för stora förhoppningar till att finanssektorn är ett kraftfullt draglok för den gröna omställningen av näringslivet.

En förutsättning för att finansiella sektorn ska kunna ta denna roll är tillgång på information om företagens hållbarhetsrelaterade risker. Staten bör på olika sätt verka för ökad tillgång t.ex. genom att vässa och utveckla rapporteringskraven för ökad transparens.

- **Verka för att rapporteringskraven i EU:s direktiv för icke finansiell rapportering skärps**, för att möta finanssektorns och andra investerares behov av lättillgänglig och jämförbar hållbarhetsinformation. Bransch-specifika men jämförbara nyckeltal skulle passa ESG-värderingarnas nuvarande struktur.

Staten är också själv en stor finansiell aktör och det bör vara tydligt hur hållbarhetsrisker vägs in vid beslut om finansiering till företag.

- **Överväg att ge statliga myndigheter som finansierar företag i uppdrag att utarbeta ett transparent ESG-mått** som skulle kunna användas som ett benchmark av statliga och andra aktörer för att genomlysna de statliga finansiella tillgångarna. Lämpliga myndigheter att utreda detta skulle vara Vinnova, Tillväxtverket, Energimyndigheten tillsammans med andra statliga finansiärer som t.ex. Almi, Business Sweden.

Referenser

- Adamsson, H. and Hoepner, A.G. (2015). *The 'Price of Sin' Aversion: Ivory Tower Illusion or Real Investable Alpha?* Tillgänglig på SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2659098>.
- Amel-Zadeh, A. & Sarafeim, G. (2017): "Why and How Investors Use ESG Information: Evidence from a Global Survey", Harvard Business School Working Paper, No 17-079, February 2017
- Auer, B.R. (2016): "Do Socially Responsible Investment Policies Add or Destroy European Stock Portfolio Value?" *Journal of Business Ethics*, 135(2), pp.381-397.
- Barko, T., Cremers, M. & Renneboog, L (2017): "Shareholder Engagement on Environmental, Social, and Governance Performance". European Corporate Governance Institute (ECGI) - Finance Working Paper, No. 509/2017
- Battiston, S., Mandel, A., Monasterolo, I., Schütze, F. och Visentin, G. (2017): "A Climate Stress-Test of the Financial System", *Nature Climate Change*, Vol 7, pp 283-288.
- Bhat, G., Hope, O-K & Kang, T. (2006): "Does corporate governance transparency affect the accuracy of analyst forecasts?" *Accounting and Finance*, 46, pp.715-732.
- Boston Consulting Group (BCG) (2018): "Global Asset Management 2018: The Digital Metamorphosis".
- Busch, T., Bauer, R. och Orlitzky, M. (2016): "Sustainable Development and Financial Markets: Old Paths and New Avenues", *Business and Society*, Vol 55, Issue 3.
- Carbon Disclosure Project (CDP) (2017): *Putting a Price on Carbon: Integrating Climate Risk into Business Planning*.
- 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.
- CFA (2017) "Environmental, Social and Governance (ESG) Survey" 2017
- Credit Suisse (2018): *The Global Wealth Report 2018*.
- Derwall, J., Guenster, N., Bauer, R. och Koedijk, K., (2005): "The eco-efficiency premium puzzle". *Financial Analysts Journal*, pp.51-63.
- Dimson, E., Karakaş, O. och Li, X. (2015): "Active ownership". *Review of Financial Studies*, 28(12), pp.3225-3268.
- Etzioni, A. (2016): "Is Transparency the Best Disinfectant", *The Journal of Political Philosophy*, Vol 18, No 4, pp 389-404.
- EU High-Level Expert Group on Sustainable Finance (EU HLEG) (2018): "Final Report 2018: Financing A Sustainable European Economy".
- European Investment Bank (EIB) (2016): *Restoring EU competitiveness: 2016 updated version*.

-
- European Systemic Risk Board (ESRB) (2016) “*Too late, too sudden: Transition to a low-carbon economy and systemic risk.*” Reports of the ESRB Advisory Scientific Committee, No 6 / February 2016.
- 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
- Finansinspektionen (2016): “*How Can the Financial Sector Contribute to Sustainable Development.*” Ref. 16-7623.
- Forsrbaeck, J. och Oxelheim, L. (2014) “*The Multi-Faceted Concept of Transparency.*” IFN Working Paper, No. 1013.
- The Global Sustainable Investment Alliance (GSIA) (2016) “*Global Sustainable Investment Review 2016*”.
- Ghoul, S.E., Guedhami, O., Kwok, C.C.Y. och Mishra D.R. (2011): “*Does corporate social responsibility affect the cost of capital?*”, Journal of Banking & Finance, Vol 35, No 9.
- Gompers, P., Ishii, J. och Metrick, A. (2003): “*Corporate governance and equity prices.*” The Quarterly Journal of Economics, 118(1), pp.107-156.
- Heinkel, R., Kraus, A. & Zechner, J. (2001) “*The effect of green investment on corporate behavior*”. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 36(04), pp.431-449.
- Hong, H. & Kacperczyk, M (2009), “*The Proce of sin: The effects of social norms on markets*”, Journal of financial Economics 93(1), 15-36.
- Hong H, Kubik J.D. och Scheinkman J.A. (2012). *Financial Constraints on Corporate Goodness*, NBER Working Paper No. 18476, October 2012.
- Hvidkjaer, S. (2017): “*ESG Investing: A Literature Review*”, Report prepared for Dansif.
- International Energy Agency (IEA) (2018): *World Energy Investment 2018*.
- IPCC (2014) *Climate Change 2014: Synthesis Report*. Contribution of working Groups I, II and III to the Fifth Assessment Report of the Intergovernmental Panel on Climate Change [Core Writing Team, R.K. Pachauri and L.A. Meyer (eds.)]. IPCC, Geneva, Switzerland, 151 pp.
- IPCC (2018) *Global Warming of 1.5°C*. An IPCC Special Report on the impacts of global warming of 1.5°C above pre-industrial levels and related global greenhouse gas emission pathways in the context of strengthening the global response to the threat of climate change, sustainable development, and efforts to eradicate poverty.
- Kube, R., von Graevenitz, K., Löschel, A. och Massier, P. (2019): “*Do Voluntary Environmental Programs Reduce Emissions? EMAS in the German Manufacturing Sector*”, ZEW Discussion Paper No. 19-004, Mannheim.
- Legg Mason Global Asset Management (2018): “*Legg Mason Global Investment Survey 2018: Rise of the Conviction Investor*”.
- McKinsey Global Institute (MGI) (2011): “*Resource Revolution: Meeting the world’s energy, materials, food, and water needs*”.

-
- Milne, M. J., Tregidga, H. & Walton, S. (2009): “*Words not actions! The ideological role of sustainability development reporting*”. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 22(8), 1211-1257.
- Network for Greening the Financial System (NGFS) (2019): *A Call for Action: Climate Change as a Source of Financial Risk*.
- Ng, A.C. och Zabihollah R. (2015): “*Business sustainability performance and cost of equity capital*”, *Journal of Corporate Finance*, 34 (2015) 128–149
- OECD (2017): “*Investment governance and the integration of environmental, social and governance factors*”.
- Roberts, M.R. & Whited, T.M. (2013): “*Endogeneity in Empirical Corporate Finance.*” *The Handbook of Economics and Finance*.
- Schroders (2018). “*Institutional Investor Study 2018: Institutional perspectives on sustainable investing*”
- Task Force on Climate-Related Financial Disclosures (TCFD) (2018) “*Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures*”, Final Report, June 2017
- Tillväxtanalys, (2018a). ”*Finansmarknadens hållbarhetsvärdering av företag – ESG-värderingar som mått på och drivkraft för grön omställning*”, Östersund: Tillväxtanalys, PM 2018:15
- Tillväxtanalys, (2018b). ”*Från frivillig till obligatorisk hållbarhetsrapportering*, PM 2018:22
- Tillväxtanalys, (2019). *The Impact of ESG on Stocks’ Downside Risk and Risk Adjusted Return*, Östersund: Tillväxtanalys, WP 2019:02
- UNFCCC (2015) “*Paris Agreement*”
<https://unfccc.int/process/conferences/pastconferences/paris-climate-change-conference-november-2015/paris-agreement>
- World Economic Forum (WEF) (2013): “*The Green Investment Report: The ways and means to unlock private finance for green growth*”. ISBN-13: 92-95044-65-7.

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.

