



Handelshøyskolen BI - campus Bergen

BTH 36201

Bacheloroppgave - Økonomi og administrasjon

Bacheloroppgave

Retningslinjer ved ESG-vurderinger

Navn: Ådne Viken Refseth

Utlevering: 06.01.2020 09.00

Innlevering: 03.06.2020 12.00

Bacheloroppgave
ved Handelshøyskolen BI

Retningslinjer ved ESG-vurderinger

BTH 36201 Bacheloroppgave Økonomi og Administrasjon

03.06.2020

Handelshøyskolen BI Campus Bergen

Denne oppgaven er gjennomført som en del av studiet ved Handelshøyskolen BI. Dette innebærer ikke at Handelshøyskolen BI går god for de metoder som er anvendt, de resultater som er fremkommet, eller de konklusjoner som er trukket.

Forord

Denne oppgaven er en avsluttende del av bachelorstudiet i Økonomi og Administrasjon ved Handelshøyskolen BI, Bergen.

Interessen rundt bærekraftig utvikling og Environmental, Social and Governance (ESG) kom etter mitt Internship-opphold høsten 2019, der jeg var med å forme et rammeverk for utstedelse av grønne obligasjoner til næringseiendom, samt analysere eksisterende kunder opp mot bærekraftige standarder.

Jeg ønsker å benytte anledningen til å takke min veileder Christian Andvik for god oppfølging gjennom denne skriveprosessen, herunder gode diskusjoner, gode råd og nyttige innspill.

Bergen 3. juni 2020

Innholdsfortegnelse

FORKORTELSER	I
SAMMENDRAG	II
1 INNLEDNING	1
1.1 INTRODUKSJON	1
1.2 AKTUALITET	3
1.3 AVGRENSNINGER	4
1.4 FREMSTILLINGEN VIDERE	5
2 METODE	6
2.1 OVERORDNET TILNÆRMING - KVANTITATIV OG KVALITATIV METODE.....	6
2.2 DATAINNSAMLING	6
2.3 VALIDITET OG RELABILITET.....	7
2.4 BEGREPSAVKLARING	7
3 INNFØRING	9
DEL 1 INTERNASJONALE RETNINGSLINJER	9
3.1 PRINCIPLES FOR RESPONSIBLE INVESTMENT.....	9
3.1.1 FNs Global Compact	10
3.1.2 FN Environment Programme Finance Initiative.....	10
3.2 EU TAXONOMY	10
3.2.1 Technical Expert Group on Sustainable Finance.....	12
3.2.2 Technical annex to the TEG final report on the EU taxonomy	12
3.2.3 Taksonomien i praksis	14
3.2.4 Eksempel på vurdering av et selskap	15
3.2.5 Eksempel på vurdering av en portefølje	16
3.2.6 Bærekraftig finans	17
DEL 2 UTSTEDERE AV ESG-VURDERINGER	18
3.3 SUSTAINALYTICS	18
3.3.1 ESG Risk Rating Score.....	19
3.3.2 Morningstar Sustainability Rating	21
3.4 MORGAN STANLEY CAPITAL INTERNATIONAL	21

3.4.1	Index Construction Methodology	23
3.5	REFINITIV ESG SCORES METHODOLOGY.....	24
3.6	REPRISK METHODOLOGY - ESG RISK PLATFORM.....	25
3.7	NORDEA ASSET MANAGEMENT – RESPONSIBLE INVESTMENT POLICY....	27
3.7.1	Transparens.....	28
3.7.2	Kriterier.....	28
4	DRØFTELSE - HVORDAN HAR EUS TAXONOMY PÅ VIRKNING PÅ ESG-VURDERINGER?	33
4.1	VURDERING AV PRIS PÅ VIRKNING PÅ ESG-VURDERINGER	33
4.2	DIREKTE PÅ VIRKNING.....	34
4.2.1	Vurdering av EU Taxonomys direkte påvirkning på ESG-vurderinger 34	
4.3	INDIREKTE PÅ VIRKNING.....	36
4.3.1	Tilgjengelighet av informasjon fra utstederne av ESG-vurderinger..	36
4.3.2	Relabiliteten av innhentet dokumentasjon fra utstederne av ESG- vurderinger.....	38
4.4	BETYDNINGEN AV FUNNENE I OPPGAVEN.....	39
5	KONKLUSJON	41
	LITTERATURLISTE.....	42

Forkortelser

ESG	Environmental, Social and Governance
FP	Financial Performance
MSCI	Morgan Stanley Capital International
PRI	Principles for Responsible Investment
SDG	Sustainable Development Goals
SPU	Statens pensjonsfond utland
SRA	Sustainability rating agencies
TEG	Technical Expert Group on Sustainable Finance
UNEP FI	United Nations Environment Programme Finance Initiative

Sammendrag

Det er et svært stort fokus rundt det å investere miljørettet og ansvarlig. Det sies at bærekraftige investeringer skal føre til lavere risiko og skape langsiktig avkastning (Figenschou, 2018). Viljen til å investere bærekraftig har de siste to årene vært svært høy, men hva ligger egentlig til grunn for at en investering kan kalles for bærekraftig? Dette spørsmålet danner utgangspunktet for tematikken i denne bacheloroppgaven. Nærmere bestemt skal oppgaven ta for seg de mest betydningsfulle internasjonale bærekraftige retningslinjene som finnes i dag, samt retningslinjene som anvendes av de ledende firmaene innen målinger og vurderinger av bærekraftsrisiko. Dette danner grunnlaget for avhandlingens problemstilling, som er:

«Hvordan har EUs Taxonomy påvirkning på ESG-vurderinger?»

Oppgaven tar først for seg aktualitet, avgrensninger, metode og informasjonsinnhentingsprosessen for å skape et oversiktlig bilde av oppgaven, samt hvilken type informasjon som er innhentet. Videre er kapittel 3 delt inn i to deler. Del 1 presenterer bærekraftige prinsipper og retningslinjer fra FN og EU. Del 2 presenterer fire ulike Sustainability rating agencies (SRA) og Nordeas fremgangsmåte for en ESG-vurdering. Avslutningsvis skal det foretas en drøftelse i kapittel 4, hvor informasjonen i kapittel 3, Del 1 drøftes mot informasjonen i Del 2. Til slutt skal en konklusjon presenteres.

Drøftelsen viser at EU Taxonomy ikke har en direkte påvirkning på ESG-vurderingene, da det mangler dokumentasjon og kriterier fra tre av fem utstedere om hvordan de kartlegger en bærekraftig aktivitet. MSCI og Nordea, som kan vise til hvordan de kommer frem til en bærekraftig aktivitet, har en annen type bærekraftstrategi enn taksonomien. De kan derfor ikke sees som påvirket av taksonomien.

Til tross for at EU Taxonomy ikke påvirker direkte, viser drøftelsen at enkelte av utstederne av ESG-vurderinger påvirkes indirekte av taksonomien. Den indirekte påvirkningen blir vurdert gjennom faktorer som åpenhet, transparens og

tilgjengelig informasjon. Her er det også kun MSCI og Nordea som greier å vise til pålitelig dokumentasjon som oppfyller de nevnte faktorene.

1 Innledning

1.1 Introduksjon

Verden står ovenfor den største miljøutfordringen menneskeheten noen gang har opplevd. Gjennomsnittstemperaturen på verdensbasis stiger raskt og dersom temperaturen på jorden stiger med 2 grader er det høy sannsynlighet for at alle økosystemer vil slite (WWF, 2020). Dette har medført et økt internasjonalt fokus på bærekraftig utvikling, som FN definerer som «utvikling som imøtekommer dagens behov uten å ødelegge mulighetene for at kommende generasjoner skal få dekket sine behov» (*Bærekraftig utvikling*, u.å.). Klimaendringene og den stadig høyere gjennomsnittstemperaturen på kloden er noen av hovedårsakene til at FN i 2015 vedtok en felles internasjonal klimapolitikk for medlemslandene av klimakonvensjonen, som er en felles internasjonal rammeavtale mot menneskeskapte klimaendringer (Olerud & Kallbekken, 2019). Dette resulterte i en avtale som i det følgende omtales som Parisavtalen (Jakobsen & Kallbekken, 2020). På bakgrunn av denne avtalen ble FNs Sustainable Development Goals (SDGs) utarbeidet, som er 17 bærekraftsmål og 169 bærekraftsdelmål som skal fungere som en felles global miljøretningssnor for land, næringsliv og mennesker generelt. Målene skal blant annet være med på å utrydde fattigdom, beskytte planeten vår, forbedre livene og framtidsutsiktene til alle, verden over. SDGs ble vedtatt av alle FNs medlemmer i 2015 og er en del av veien mot et mer bærekraftig samfunn i 2030 (FN, 2019).

Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD) anslår at det må investeres 6,35 trillioner Euro pr år globalt for å oppnå målene i Parisavtalen innen 2030 (OECD Publishing, 2017). Til dette vil ikke offentlige ressurser strekke til, noe som gjør privat kapital avgjørende for å nå målene. De siste årene har det blitt utviklet flere grønne produkter innen finansiering og det har særlig blitt et økende fokus på grønne investeringer. ESG som står for Environmental, Social and Governance, eller på godt norsk, miljø, samfunnsansvar og selskapsstyring, er faktorer som skal være til hjelp for å måle bærekraften av et selskap eller en investering. ESG-investeringer skal i følge teorien føre til lavere risiko og skape langsiktig avkastning (Figenschou, 2018).

Tradisjonelle investeringer tar i hovedsak kun hensyn til målbare parametere, altså faktorer som kan gi en konkret måling, som f.eks. objektets historiske avkastning. I en ESG-investering er også avkastning viktig, men dette skal i utgangspunktet komme i andre rekke. Det ses hen til faktorer som; hvor mye karbondioksidutslipp selskapet gir fra seg, hvordan selskapet behandler de ansatte og hvilke etiske holdninger ledelsen i selskapet har. Ved ESG-investeringer kan dette by på utfordringer, da det kan være vanskelig å finne konkrete målinger for disse faktorene. Det er også vanskelig å definere hva som betegnes som bærekraftig (Figenschou, 2018).

Mangelen på en bærekraftig definisjon og internasjonale retningslinjer har åpnet opp for et marked for selskaper som bedømmer andre selskapers bærekraftsrisiko. Disse selskapene kalles for Sustainability Rating Agencies (SRA) og gir en ESG-vurdering til ulike selskaper i ulike bransjer. Prosessen går kort fortalt ut på at SRA utfører målinger av et selskaps eksponering for ESG-faktorer. Med andre ord hvor utsatt et selskap er på f.eks. faktorer som karbondioksidutslipp eller hvitvasking. Alle disse ulike faktorene blir så slått sammen til et gjennomsnitt, som da utgjør en ESG-rating. Det er ikke mulig å si på generelt grunnlag hva som er en bra eller dårlig rating. Dette på grunn av at de ulike SRAene bruker ulike utgangspunkt for målingene de utfører og ulike metoder for å komme frem til en ESG-rating.

I dag finnes det mange ulike retningslinjer for måling av ESG-faktorer. Per nå er disse retningslinjene frivillige retningslinjer, altså ikke lovpålagte. Alle som utsteder en ESG-vurdering står da fritt til å velge sine egne måter å måle de aktuelle faktorene på. Et problem med dette er at det kan medføre grønnvasking. Grønnvasking kan defineres som formidling av falsk informasjon som gir et inntrykk av at et selskap eller en organisasjons produkter er mer miljøvennlige enn de egentlig er. Med andre ord villedende informasjon for å lure forbrukerne til å tro at ulike produkter er miljøvennlige (Kenton, 2020). Økt etterspørsel etter grønne investeringer øker også risikoen for grønnvasking og uten internasjonale standarder kan ESG-investeringer bli sett på som markedsføring for grønne produkter uten dokumentasjon (Knudsen, 2019).

De som har kommet lengst i utviklingen av bærekraftige retningslinjer er FN og EU. De har utviklet ulike initiativer som Principles for Responsible Investment (PRI), FNs Global Compact, FNs Environmental Programme Finance Initiativ (UNEP IF) og EU Taxonomy. Disse initiativene er kun frivillige retningslinjer per dags dato, men flere tusen selskaper verden over har signert på at de følger de retningslinjene som er satt.

Forholdene som belyses ovenfor gir grunnlaget for avhandlingens problemstilling, som lyder som følgende:

«*Hvordan har EUs Taxonomy påvirkning på ESG-vurderinger?*»

1.2 Aktualitet

Til tross for at koronapandemien har preget markedene de siste månedene, ser man fortsatt en økende interesse for grønne investeringer (Strandli, 2020) og at ESG-aksjer knuser Oslo Børs (*ESG til topps*, 2020). Dette gjør tematikken svært aktuell.

Videre er tematikken i denne oppgaven bygget på et område som er lite diskutert og forsket på. Problemet rundt grønne investeringer eller ESG (environmental, social and governance) investeringer er at det ikke finnes globale standarder som gjør det enkelt å sammenligne firmaer og porteføljer. Statens pensjonsfond utland (SPU), som forvalter ca. 10 000 milliarder kroner, etterlyser en høyere grad av bærekraftig rapportering fra bedrifter (Holter, 2020). Ratingselskaper som måler selskapers ESG-risiko har ulik vurderingspraksis, og dermed kan vurderingene bli ulik fra ratingselskap til ratingselskap. Dette medfører at samme selskap kan være vurdert forskjellig avhengig av hvilket ratingselskap som har gjennomført vurderingen. I dag finnes det en jungel av standarder og retningslinjer som forårsaker at hele prosessen gir utydelige reguleringer som kan gjøre det svært vanskelig for investorer å investere bærekraftig (*Etterlyser ESG-standarder*, 2019). I tillegg er det vanskelig å navigere seg frem til aktuelle dokumenter. Det er derfor behov for å belyse tematikken nærmere.

1.3 Avgrensninger

Det diskuteres ofte om ESG-investeringer gir positiv avkastning eller ikke. ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies, som er en metastudie fra 2015 med over 2000 studier, ser på om det finnes en sammenheng mellom ESG-investeringer og financial performance (FP). Konklusjonen er at det finnes en positiv korrelasjon mellom ESG-investeringer og FP. Dette er den største undersøkelsen som er gjort innen dette fagfeltet (Friede et al., 2015). Denne oppgaven skal imidlertid ikke ta for seg hvorvidt en ESG-investering gir positiv avkastning eller ikke, men se på hva som ligger til grunn for at man kan kalle en ESG-investering for en ESG-investering. Dette kan illustreres gjennom en sammenligning av prosessen ved tildeling av nøkkelhullmerket til matvarer. Det settes forskjellige typer krav, kriterier og standarder for at en matvare kan bære nøkkelhullmerket, og det er akkurat en lignende prosess denne oppgaven skal se på ved ESG-investeringer.

Ettersom det finnes utallige standarder og retningslinjer er avgrensninger helt essensielt for å få en oversiktlig oppgave. Oppgaven skal hovedsakelig fokusere på EU Taxonomy. EUs Taxonomy skal likevel tolkes i lys av FNs PRI der det er nødvendig for å danne et mer helhetlig bilde. På grunn av oppgavens omfang har det derfor f.eks. ikke vært plass til en forklaring av internasjonale og nasjonale retningslinjer som; Global Reporting Initiativ (GRI), Norges Bank Investment Management (NBIM) Responsible investment, Aberdeen Standard Investments (ABI) Responsible Investing, Storebrand Sustainable Investments og Gjensidigestiftelsen Sustainable investing, for å nevne noen.

Et av vedleggene i EU Taxonomy, Technical annex to the TEG final report, er på 600 sider og beskriver faktiske kvalifikasjonskriterier for bærekraftige aktiviteter i EU Taxonomy. Det er naturligvis ikke rom for å gjengi alle kravene i denne oppgaven. Det vil derfor kun bli gjengitt de mest sentrale kvalifikasjonskriteriene som er av relevans for drøftelsen.

Videre er det som nevnt svært mange utstedere av ESG-vurderinger. På grunn av oppgavens omfang skal retningslinjer og metoder fra fem forskjellige utstedere av ESG-vurderinger presenteres. Bakgrunnen til at akkurat disse selskapene er valgt

er at disse beskriver seg selv som ledende innen fagfeltet ESG-vurdering og kan vise til offentlig tilgjengelig informasjon om selskapenes praksis. Dette for å senere kunne gjennomføre en drøftelse av selskapene. Det har derfor ikke vært rom for å presentere ESG-vurderinger som; Emerging Capital Partners (ECP), Financial Times Stock Exchange (FTSE) Russell ESG Ratings, Institutional Shareholder Services (ISS) ESG, Vigeo Ethical Investment Research Services (EIRIS), RobecoSAM (Sustainable Asset Management), for å nevne noen.

1.4 Fremstillingen videre

Kapittel 2 skal gi et overordnet bilde av metode og informasjonsinnhentingsprosessen, samt hvilken type informasjon som er innhentet. Videre er kapittel 3 delt inn i to deler. Del 1 presenterer bærekraftige prinsipper og retningslinjer fra FN og EU. Del 2 presenterer fire ulike SRAs og Nordeas fremgangsmåte for en ESG-vurdering. Deretter skal det foretas en drøftelse i kapittel 4. Til slutt skal en konklusjon presenteres i kapittel 5.

2 Metode

Dette kapittelet skal ta for seg hvordan problemstillingen er besvart. Det innebærer blant annet en redegjørelse av overordnet tilnærming, datainnhenting, validitet og relabilitet og begrepsavklaring.

2.1 Overordnet tilnærming - kvantitativ og kvalitativ metode

Denne oppgaven vil benytte både kvantitativ og kvalitativ metode. Kvalitativ metode omhandler i liten grad av avgrensninger og skal hovedsakelig sikre god forståelse. Her vil hovedfokuset være å presentere innsamlet data og skape en dyp forståelse av tema og problemstilling (Holme & Solvang, 1996).

Kvantitativ metode er mer avgrenset og strukturert sammenlignet med kvalitativ metode. Her er fokuset i større grad på kontroll av innhentet data, hvor definisjonen av problemstillingen spiller en viktig rolle for utplukkingen av opplysninger. Dette er for å få tilstrekkelig data til analysene og for å kunne overprøve de resultatene man har kommet frem til (Holme & Solvang, 1996). Oppgavens oppbygning er basert på å presentere nok informasjon for å sikre god forståelse, samt avgrensninger og kontroll av innhentet data for å få en ryddig og oversiktlig oppgave.

2.2 Datainnsamling

Ved datainnsamling skilles det mellom primær- og sekundærdata. Primærdata er data som er samlet inn gjennom egne kilder som observasjon, eksperiment og/eller intervju. Sekundærdata er data som allerede finnes og er samlet inn av andre (Sundbye, 2017). Faktorer som åpenhet, transparens og tilgjengelighet av informasjon er essensielle i vurderingen av data i denne oppgaven. Et av hovedpoengene ved denne oppgaven er å innhente nok data om ESG-investeringer fra en privat investors perspektiv. Da innhenter man store deler av informasjonen fra sekundærkilder, og det er derfor oppgaven kun er basert på sekundærdata.

Dataene i oppgaven er innhentet fra avisartikler, bransjemagasiner, selskapspresentasjoner, rapporter, studier, metodologier og taksonomier, som

igjen er hentet fra internasjonale kilder. Noe av det vanskeligste ved denne skriveprosessen har vært å kartlegge og skape et oversiktlig bilde av all informasjonen om tematikken underveis i informasjonsinnhenting.

Ved informasjonsinnhentingsprosessen har det vært krevende å få et oversiktlig bilde av standarder og retningslinjer for bærekraftige investeringer. Det finnes enormt mange organisasjoner, retningslinjer og standarder der alle har egne innspill om hva som definerer en bærekraftig investering. I innhenting av informasjon fra utstedere av ESG-vurderinger har det først og fremst vært vanskelig å finne nok informasjon om metodene til hvert enkelt selskap. Det er flere SRAs som viser til velkrevne grønne ord og uttrykk på sine nettsider uten å vise til offentlig tilgjengelig metoder for en ESG-vurdering. Det at informasjonen er lite tilgjengelig svekker transparens og kan medføre økt grønnvasking, noe oppgaven skal belyse nærmere i kapittel 4.

2.3 Validitet og relabilitet

Relabiliteten, altså påliteligheten, av dataene blir bestemt av hvem målingene er utført av og hvor nøyaktig man er i denne innhentingsfasen. Validiteten, altså gyldigheten, avhenger av hva som er målt og om dette er noe man ønsker å finne mer ut av gjennom problemstillingen (Holme & Solvang, 1996).

Validiteten og relabiliteten hos de representerte selskapene i denne oppgaven er svært høy, da det er snakk om relativt store og kjente aktører. Oppgaven stiller likevel spørsmål ved validiteten og relabiliteten hos selskapenes fremgangsmåte for ESG-vurdering. Dette drøftes nærmere i delkapittel 4.2.2.

2.4 Begrepsavklaring

Ettersom oppgaven tar for seg et område som er lite diskutert og forsket på, ref. pkt. 1.3, er det behov for å avklare og definere nærmere begreper som er av betydning for forståelsen av oppgaven.

For det første er det sentralt å forstå forskjellen mellom en taksonomi og metodologi. En taksonomi er kort fortalt forskning som resulterer i et

klassifiseringssystem som bygger på tilhørende prinsipper (*taksonomi* - *Det Norske Akademis ordbok*, u.å.). Metodologi er måter å benytte vitenskapelige metoder innen et fagfelt (*metodologi* - *Det Norske Akademis ordbok*, u.å.).

For det andre viser oppgaven til det engelske begrepet «Peer review», som direkte oversatt er en gruppe. Dette er nærmere bestemt vurderings- eller evalueringssystemer som er basert på vitenskapelig arbeid innen samme fagfelt (*peer review* - *Det Norske Akademis ordbok*, u.å.).

3 Innføring

Dette kapitlet er delt opp i to deler. Del 1 skal gi en innføring i internasjonale retningslinjer fra internasjonale organisasjoner om bærekraftige aktiviteter. Del 2 skal gi en innføring av de utvalgte utstederne av en ESG-vurdering.

Del 1 Internasjonale retningslinjer

3.1 Principles for Responsible Investment

Principles for Responsible Investment (PRI) er en verdensledende forkjemper for ansvarlige investeringer. PRI ble opprettet i 2005 etter at daværende FN generalsekretær Kofi Annan kalte inn en gruppe av verdens største investorer for å utvikle PRI. Disse prinsippene gir retningslinjer for implementeringen av ESG-faktorer for investorer i investeringsprosessen. Hensikten med dette er at investorer skal følge de samme retningslinjene når de investerer bærekraftig. PRI har to FN partnere; FN Environment Programme Finance Initiative og FN Global Compact, ref. forklaring i pkt. 3.1.1 og 3.1.2. Begge disse partnerene har en viktig rolle for PRIs strategier og er representert med en plass hver i PRI styret. Etter opprettelsen i 2005 er det i dag over 2300 selskaper og organisasjoner som følger retningslinjene til PRI, inkludert SPU (*About the PRI*, u.å.).

PRI opererer etter seks retningslinjer for å definere ansvarlige investeringer:

1. Det skal implementeres ESG-risiko i investeringsanalyser og beslutningsprosesser.
2. Det skal utøves et aktivt eierskap og implementering av ESG-faktorer i eierskapspolitikk og utøvelse.
3. Det skal søkes tilfredsstillende rapportering av ESG-faktorer fra investeringsobjekter.
4. Det skal promoveres aksept og implementering av prinsippene i finansindustrien.
5. Det skal arbeides sammen for å styrke effekten av prinsippene og implementeringen av disse.
6. Det skal rapporteres om aktiviteter og progresjonen ved implementering (*About the PRI*, u.å.).

PRI støtter EUs engasjement for å lage en taksonomi. Taksonomien er et viktig steg i riktig retning for å få med kapitalmarkeder til å bidra i omstillingen til et lavere karbonavtrykk og en fleksibel og resurseffektiv økonomi (*EU Sustainable Finance Taxonomy / Articles / PRI*, u.å.).

3.1.1 FNs Global Compact

FNs Global Compact er verdens største bedrifts- og næringslivsinitiativ for bærekraft. Det finnes i dag over 10 000 bedrifter i over 160 land som følger 10 bærekraftsprinsipper. Det er disse prinsippene, samt FNs SDG, som danner grunnlaget for et ansvarlig og bærekraftig næringsliv (*UN Global Compact Norway*, u.å.).

3.1.2 FN Environment Programme Finance Initiative

FNs Environment Programme Finance Initiative (UNEP FI) er et globalt samarbeid mellom UNEP og finansbransjen for å mobilisere privat sektor mot en bærekraftig utvikling. Bank, forsikring og investorer utgjør over 300 medlemmer, i tillegg til at det er over 100 støttende institusjoner (*United Nations Environment – Finance Initiative*, u.å.).

3.2 EU Taxonomy

EUs Taxonomy er en av de mest betydningsfulle utviklingene innen bærekraftig finans, og vil ha en betydelig innvirkning på investorer og utstedere som jobber i EU. Taksonomiens første utkast ble publisert i desember 2018, og en revidert utgave kom i juni 2019 etter tilbakemeldinger fra flere europeiske finansinstitusjoner. Etter den reviderte utgaven i 2019 ble det gjennomført en grundigere gjennomgang av innholdet i taksonomien, før det siste og endelige utkastet ble publisert i mars 2020. Taksonomiens hovedoppgave er å skape klarhet og transparens rundt bærekraftige aktiviteter for å kunne oppnå SDG, og være et verktøy til hjelp for investorer, selskaper, utstedere og prosjektledere i en overgangsfase til lavere karbonavtrykk, samt fleksibel og resurseffektiv økonomi. Det påpekes at taksonomien skal være til hjelp for å kategorisere bærekraftige aktiviteter, ikke ekskludere aktiviteter.

Taksonomien legger frem fire betingelser for at en aktivitet skal være Taxonomy innrettet. Disse er at aktiviteten:

1. har vesentlig bidrag til et av miljømålene;
 - 1) Begrensning av klimaendring
 - 2) Klimatilpasning
 - 3) Bærekraftig beskyttelse av vann og marine ressurser
 - 4) Overgang til sirkulærøkonomi
 - 5) Forebygging og kontroll av forurensning eller beskyttelse
 - 6) Restaurering av biologisk mangfold og økosystemer.
2. «do no significant harm» (DNSH), altså ikke gjør vesentlig skade på noen av de andre miljømålene.
3. møter minimumskrav for internasjonale retningslinjer for selskapsstyring, f.eks. FNs prinsipper for business og menneskerettigheter.
4. skal være i overenstemmelse med «technical screening criteria», som er spesifikke kvalifikasjonskrav for en bærekraftig aktivitet, ref. forklaring i pkt. 3.2.2 (TEG final report on the EU Taxonomy, 2020).



Figur 1 Illustrasjon av punktene 1, 2 og 3 (TEG final report on the EU Taxonomy, 2020).

Selv om det er viktig å redusere karbonavtrykk og skape elastisitet i markedet, vil også et viktig bidrag til EUs miljømål være å få en oversikt over allerede eksisterende aktiviteter som møter kriteriene. Taksonomien påpeker også viktigheten av åpenhet og transparens rundt denne prosessen for å forhindre grønnvasking. Dette er sentrale utfordringer som Technical expert group on sustainable finance (TEG), prøver å gi et svar på, ref. forklaring i pkt. 3.2.1. TEG

har jobbet med å gi en dypere forståelse av rapportens prinsipper, «technical screening criteria» og veiledning om bruk av taksonomien.

Kvalifikasjonskriteriene er ikke en endelig liste over bærekraftige aktiviteter, da den skal videreutvikles løpende for å møte fremtidige teknologiske utviklinger og markedsendringer.

3.2.1 Technical Expert Group on Sustainable Finance

Technical Expert Group on Sustainable Finance (TEG) består av 32 organisasjoner og 3 uavhengige eksperter innen bærekraftig finans. Relevant for denne avhandlingen er at MSCI, Nordea, Refinitiv og PRI er representert med et medlem hver i TEG, der de har vært med på utviklingen av taksonomien (*Members of the Commission Technical Expert Group on Sustainable Finance, 2020*). Gruppen ble utnevnt av EU-kommisjonen til å utvikle anbefalinger for «technical screening criteria» som skal være spesifikke kriterier for aktiviteter som skal bidra til bedring av klima og samtidig unngå vesentlig skade på andre miljøpolitiske mål i EU. TEG har jobbet med anbefalinger innen tre arbeidsområder; utvikling av en Green Bond Standard, utforming av bedriftens bærekraft og klimarelaterte avsløringer, samt retningslinjer for klimaendringsrelaterte investeringsstandarder. Alle disse er inkludert i taksonomien (*TEG final report on the EU Taxonomy, 2020*).

3.2.2 Technical annex to the TEG final report on the EU taxonomy

Dette vedlegget til EU Taxonomy er en oppdatert metodologi som beskriver konkret hva «technical screening criteria» inneholder. Vedlegget refererer til 70 miljøskadebegrensede og 68 miljøtilpassede klimaendringsaktiviteter, inkludert kriterier for DNSH på andre miljømål. For å være i overenstemmelse med taksonomien og «technical screening criteria» må man ha oppfylt et gitt kvalifikasjonskrav. Under er det gjengitt sentrale krav for drøftelsen i kapittel 4 (*Sustainable finance TEG Final report Taxonomy annex, 2020*).

Det første konkrete kravet kan omtales som et utslippskrav. Dette går ut på at produksjon av elektrisitet fra gass ikke kan gi høyere utslipp enn 100gCO₂e/kWh (gramCo₂ekvivalent/kilowatt-timer). Utslippskravet vil være synkende med

reviderte krav hvert 5 år, der målet skal være 0gCO₂e/kWh (nullutslipp) innen 2050. Aktivitetene må møte de reviderte kravene innen rimelig tid, bestemt av taksonomien, etter at revideringen av lavere utslipp er vedtatt (*Sustainable finance TEG Final report Taxonomy annex*, 2020, s. 231).

Ved produksjon av hydrogen må følgende tre kriterier være oppfylt; For det første kan ikke direkte CO₂ utslipp fra produksjon av hydrogen være høyere enn 5,8 tCO₂e/t (totalCo₂ekvivalent/tonn) hydrogen. For det andre kan ikke elektrisiteten som brukes under produksjonen av elektrolyse være høyere enn 58 MWh/t (Megawatt-timer/tonn) hydrogen. Til slutt kan ikke gjennomsnittlig karbonavtrykk av elektrisiteten som brukes under produksjon være høyere enn 100gCO₂e/kWh (*Sustainable finance TEG Final report Taxonomy annex*, 2020, s. 180).

Videre kan det vises til et krav om energieffektivitet ved utbygging. Dette går ut på at energieffektiviteten ved utbygging av nye bygg må være 20 % lavere enn det som er normalt for bygg i det aktuelle landet og følge nearly zero-energy buildings (NZEB) standarder. Reduseringen kan bli gjennomført gjennom et mer energieffektivt design. Bygninger som er bygd før 31. desember 2020 må være innen topp 15% mest energieffektive bygninger i nasjonen. Bygninger som er bygd etter 31. desember 2020 må følge kravene for nye bygg, ref. utbygging av nye bygg (*Sustainable finance TEG Final report Taxonomy annex*, 2020, s. 375).

Renovering er i samsvar med taksonomien hvis den møter en av de følgende kriteriene. Ved større renovering må renoveringen være i samsvar med kriteriene «major renovation» til Energy Performance of Buildings Directive (EPBD). Energieffektiviteten på bygningen eller den renoverte delen av bygget møter «cost-optimal» minimum energi prestasjon, som er energi prestasjonen som leder til den laveste kostnaden gjennom den estimerte økonomiske livssyklusen, i samsvar med EFD. Ved mindre renovering må renoveringen bidra til en reduksjon i energieffektivitet med minst 30 % sammenlignet med energieffektiviteten før renovering. Energieffektiviteten må være bekreftet fra et energisertifikat register eller en uavhengig ekspert (*Sustainable finance TEG Final report Taxonomy annex*, 2020, s. 379).

Rent vann, som inkluderer prosesser som vann-innsamling, rensing og forsyningssystem, er kvalifisert gitt energiforbruket per kubikkmeter endelig vannforsyning møter en av de følgende kriteriene: a) Vannforsyningssystemet har en høy grad av energieffektivitet der gjennomsnittlig energiforbruk av systemet, inkludert behandling og distribusjon, er på 0,5 kWh per kubikkmeter vannforsyning eller mindre. b) Energieffektiviteten til vannforsyningssystemet bedres betydelig ved å redusere det gjennomsnittlige energiforbruket til systemet med minst 20 %. Dette er inkludert behandling og distribusjon; målt i kWh per kubikkmeter (*Sustainable finance TEG Final report Taxonomy annex*, 2020, s. 293).

3.2.3 Taksonomien i praksis

Deltakere fra finansmarkedet må kunne fremlegge aktiviteter som har en miljøpåvirkning på klima innen 31. desember 2021. Dette må dokumenteres i løpet av 2022. Deltagere i finansmarkedet som tilbyr finansielle produkter i EU vil være nødt til å legge fram dokumentasjon vedrørende hva og hvordan de har brukt taksonomien i bestemmelsene av en bærekraftig investering, til hvilket miljøformål investeringen bidrar og hvor stor andel av investeringene som er innrettet etter taksonomien, uttrykt som en prosentandel av investeringene, fondet eller porteføljen.

Rapportens reguleringer fastsetter tre ulike målgrupper; 1) finansielle markeder som tilbyr finansielle produkter i EU, inkludert pensjonsordninger, 2) store selskaper som allerede er pålagt å vise til non-financial uttalelser, altså ikke finans relaterte uttalelser, f.eks. påvirkning på miljøet, under non-financial reporting directive, og 3) EUs medlemsland som fastsetter offentlige tiltak for grønne standarder eller retningslinjer for grønne finansielle produkter eller obligasjoner.

I noen tilfeller vil implementeringen av taksonomien kreve at økonomiske aktører søker hjelp av en tredjepart, f.eks. fra SRA. Her er det anbefalt å følge en femtrinns sjekkliste for investeringer i bedrifter:

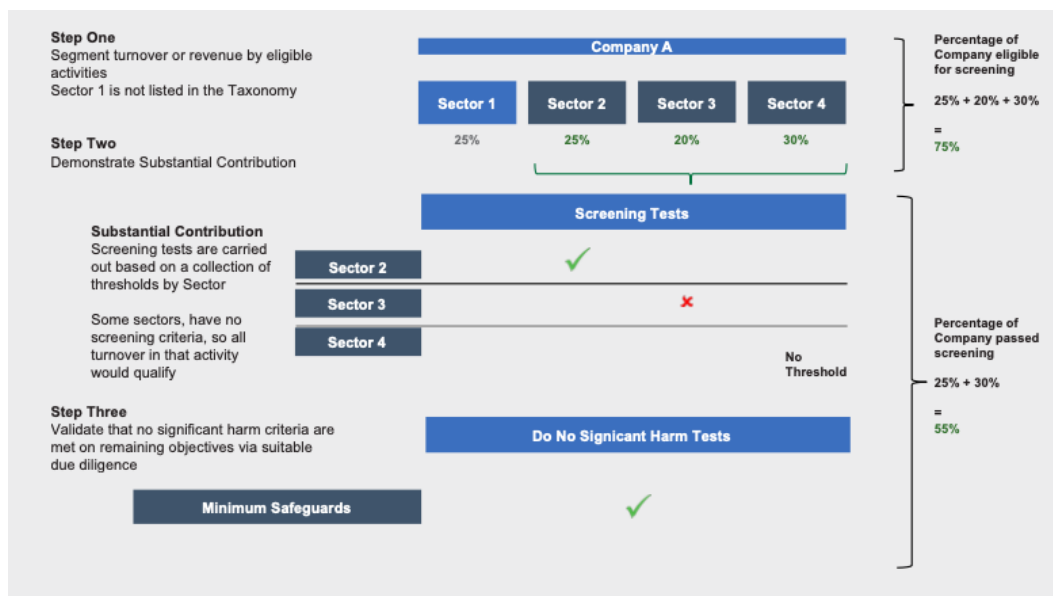
1. Identifiser aktivitetene selskaper, utsteder eller prosjekter gjør, og se om de er innrettet etter miljømålene.
2. For hver aktivitet innrettet etter miljømålene, bekreft om bedriften eller utsteder møter de relevante screening kriteriene, f.eks. strømproduksjon skal ikke ha høyere utslipp enn 100 gCO₂e/kWh.
3. Bekreft at kriteriene fra DNSH blir tilfredsstilt av utsteder. Investorer som tar i bruk taksonomien vil mest sannsynlig ta i bruk en due diligence-type prosess for å se gjennom resultatene til underliggende investerte selskaper og stole på de juridiske kvalifikasjonsopplysningene fra selskapene.
4. En aktsom gjennomføring for å unngå brudd på sosiale minimumsforholdsregler fastsatt i Taxonomy Regulation artikkel 13, som beskriver en kollektiv klassifisering av bærekraftige aktiviteter.
5. Beregne justering av investeringer med taksonomien og utarbeide opplysninger om investeringer på produktnivå.

3.2.4 Eksempel på vurdering av et selskap

Et av eksemplene i rapporten omhandler en fremgangsmåte for å vurdere hvor stor andel av et selskap som er i overenstemmelse med TEGs «Technical screening criteria», og stegvis hvordan man vurderer et selskap. Det første steget er å bryte ned selskapets omsetning i aktiviteter. Eventuelt selskapets Capital expenditure (CAPEX (kapitalutgifter)) eller Operating expense (OPEX (driftskostnader)). Et selskap vil typisk rapportere omsetningen sin i ulike underkategorier/sektorer, som på figur 2 nedenfor. Selskap A har spredd sin omsetning over 4 sektorer, der kun aktiviteter i sektor 2-4 følger TEGs Taxonomy anbefalinger. Disse aktivitetene utgjør 75% av selskapets omsetning.

Det andre steget ser på om selskap A's økonomiske aktiviteter oppfyller TEGs Taxonomy anbefalinger og screening kriteriene. I figur 2 oppfyller sektor 2 kriteriene for vesentlig innvirkning på aktivitetene. Kriteriene blir ikke møtt i sektor 3. Noen sektorer har ingen kriterier. Det vil si at all omsetning innen den aktiviteten vil bli sett på som kvalifisert, som sektor 4. Dette betyr at sektor 2 og 4, som utgjør 55 % av selskaps A's omsetning, følger retningslinjene fra TEGs Taxonomy.

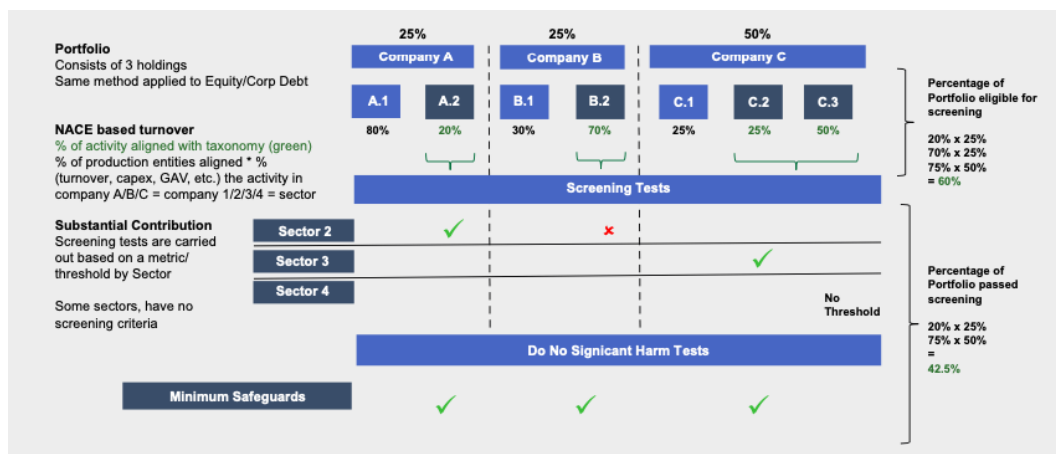
Deretter er det tredje steget at selskapet kan dokumentere DNSH på noen av de andre miljømålene. Hvis selskap A kan dokumentere for DNSH, samtidig som selskapet møter minimumskravene for internasjonal selskapsstyring, er 55 % av omsetningen i overenstemmelse med retningslinjene fra taksonomien (*TEG final report on the EU Taxonomy, 2020*).



Figur 2 (*TEG final report on the EU Taxonomy, 2020*).

3.2.5 Eksempel på vurdering av en portefølje

Et annet eksempel omhandler fremgangsmåten for å vurdere hvor stor andel av en portefølje som er i overenstemmelse med TEGs «Technical screening criteria». Når relevante aktiviteter i et selskaps portefølje er identifisert kan kalkuleringen av i hvor stor grad selskapet møter taksonomiens screening kriterier kalkuleres. Dette illustreres i figur 3 nedenfor, hvor det er en portefølje bestående av tre selskaper, A, B og C, med fordelingen 25 %, 25 % og 50 %. Prosessen er den samme som ved vurdering av et enkelt selskap. Hvert enkelt selskap må møte relevante screeningkriterier før en samlet prosentandel av porteføljen kan sies å være i samsvar med taksonomien. I figur 3 møter 42,5 % av porteføljen kvalifikasjonskravene (*TEG final report on the EU Taxonomy, 2020*).



Figur 3 (TEG final report on the EU Taxonomy, 2020).

3.2.6 Bærekraftig finans

EU har lagt fram et lovforslag om offentliggjøring om investeringer og risiko.

Reglene er vedtatt og blir tatt i bruk i EU fra 21. mars 2021. I Norge er det per nå et EØS-notat og reglene er til vurdering i EØS/EFTA-statene for implementering i EØS-avtalen. Et EØS-notat er et «dokument med informasjon om EU-regelverk, som vurderes innlemmet i EØS-avtalen» (Europaportalen, 2019). Lovforslaget er basert på standardene og retningslinjene presentert i EUs Taxonomy (*Bærekraftig finans - offentliggjøring om investeringer og risiko*, 2018).

EØS-notatet er inne i fase tre, posisjonsnotat, av totalt fire faser. I fase tre skal det være utarbeidet et EØS-posisjonsnotat der krav til notat og saksinformasjon skal være ytterligere utfyllende enn i fase to. I dette skal også Norges posisjon og anbefaling komme frem. I Norge er det ikke tatt stilling til om reglene skal implementeres gjennom egen lov/forskrift eller sektorlovgivning enda. Rettsakten er likevel vurdert av kapitalbevegelser og finansielle tjenester som EØS-relevant (*Bærekraftig finans - offentliggjøring om investeringer og risiko*, 2018).

Del 2 Utstedere av ESG-vurderinger

I denne delen blir ulike utstedere av en ESG-vurdering presentert.

3.3 Sustainalytics

Sustainalytics er en ledende aktør innen utstedelse av ESG-vurderinger og ESG-rater. I dag leverer Sustainalytics ESG-vurderinger og rådgivning til hundrevis av verdens investorer som implementerer ESG inn i deres investeringsprosedyre (Stevens, 2020).

Sustainalytics ESG Risk Ratings Methodology er konstruert for å hjelpe investorer til å identifisere og forstå den finansielle ESG-risikoen ved en enkelt investering eller porteføljenivå. ESG-vurderingen skal belyse selskapers eksponering av materiell, bransjespesifikke ESG-risikoer og håndteringen av disse risikoene. Risikofaktorene er vurdert ut ifra 139 sub-industri klassifiseringer. Ratingen gir investorer en ESG-score å forholde seg til. Denne er basert på en evaluering av hvor mye av en bedrifts eksponering som ikke er kartlagt for ESG-risikofaktorer (*Sustainalytics ESG Risk Rating Methodology*, 2019). Sustainalytics ESG Risk Rating Research team skal finne de nødvendige opplysningene om et selskap ved å analysere følgende faktorer:

a) *Offentlig informasjon*

Analytikerne i Sustainalytics innhenter informasjon fra utstederne gjennom tilgjengelige dokumenter via utsteders nettside, tilsynsmyndigheter eller i direkte kontakt med selskapet selv. Dette kan være informasjon som f.eks. bedriftens årsrapport, bærekraftsrapport eller nyheter gjennom media. Når Sustainalytics sporer informasjon gjennom media gjør de det via Non-Governmental Organizations (NGOs). Disse anses for å levere pålitelig informasjon. Informasjonen som er innhentet blir oppdatert kvartalsvis og lagt til allerede eksisterende og nye selskaper.

b) *Management indicator Assessments*

For hver risikofaktor evaluerer analytikerne graden av om selskaper møter kriteriene i en «best praksis»-standard. På grunnlag av dette blir bedriften gitt en score fra 0-100, basert på detaljerte og dokumenterte kriterier.

c) *Controversy Assessments*

Sustainalytics vurderer selskaper i deres grad av involvering i bransjens risikofaktorer som har en innvirkning på miljø- eller sosialaspekter. Risikoen ligger i involveringen av type aktivitet for et gitt selskap. Hver risikofaktor er knyttet til ulike kategorier fra kategori 1, «low ESG impact», til kategori 5, «severe ESG impact». Bedrifter i kategorien 4 eller 5 blir kontaktet direkte for å foreta flere vurderinger før den endelige evalueringen blir tatt. En intern komitee godkjenner de endelige resultatene.

d) *Quality and peer review*

Analytikernes vurderinger går gjennom en kvalitetssikringsprosess, som inkluderer gjennomgang fra ledelsen og bransje standarder.

e) *Annen type informasjonsinnhenting*

Andre faktorer som oppdateres årlig eller når det er nødvendig er referansemålinger. Målingene går på karbon- og vannrelaterte kvantitative prestasjonsmålinger, der bedrifter trenger en felles oppdatering. En annen nødvendig informasjonsinnhenting er faktorer relatert til selskapsstyring. Dette inkluderer informasjon om selskapets styre, komiteer, offentliggjøring av vedtak og revisjonshonorarer. Disse undersøkelsene blir foretatt av et separat team. Den nyeste undersøkelsen skal presenteres i en oppdatert ESG-rapport som blir oppdatert minst en gang i året. Hvis det finnes nyere informasjon skal denne imidlertid implementeres direkte når den blir tilgjengelig (*Sustainalytics ESG Risk Rating Methodology*, 2019).

3.3.1 ESG Risk Rating Score

Et selskaps ESG Risk Rating score er summen av «unmanaged risk» for hvert selskap, se figur 4. Unmanaged Risk blir kalkulert som «exposure» minus «managed Risk». Scoren blir så plassert i en av fem kategorier som beskriver tilstanden bedriften befinner seg i. «Negligible, low, medium, high and severe» er de fem ESG Risk kategoriene som måler graden av materiell påvirkning på ESG faktorer.

Exposure

Exposure score representerer den totale risikoen knyttet til ESG-faktorer i en bedrift. Scoren går fra 0-100. Her blir den totale scoren nedbrutt i forskjellige målinger av risikofaktorer som igjen måler risiko mellom 0-20. Disse blir så slått sammen og danner en score mellom 0-100.

Management Score

En utstedeers totale «management score» er summen av alle risikofaktorer bedriften kan gjøre noe med, altså ting bedriften kan forbedre. Her kan bedriften finne bedre løsninger eller kutte i f.eks. karbonutslipp, resirkulering av avfall osv.

Managed Risk Score

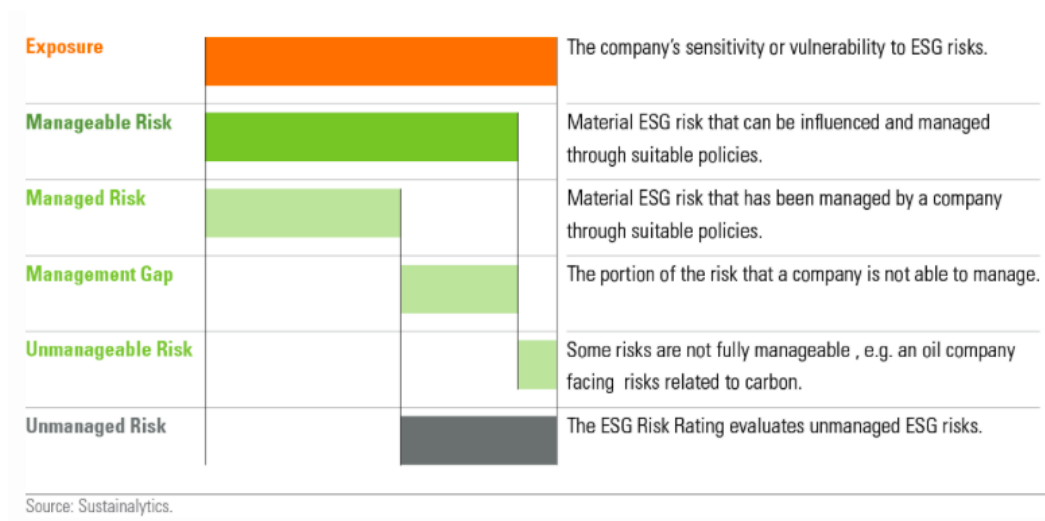
Managed Risk Score viser ESG-risiko som allerede er blitt håndtert. Det er med andre ord forbedringer som er gjennomført i selskapet.

Unmanageable Risk

Dette er risikofaktorer det er vanskelig å gjøre noe med. Eksempler på dette kan være oljeselskaper hvor det er vanskelig å kutte alt av karbonutslip.

Unmanaged Risk Score

Unmanaged Risk Score viser ESG Risk Ratingen til en bedrift. Dette er altså risikoen ved faktorer det er vanskelig å gjøre noe med, i tillegg til risikoen ved faktorer som kan forbedres (*Sustainalytics ESG Risk Rating Methodology, 2019*).



Figur 4 ESG Risk Rating (Sustainalytics ESG Risk Rating Methodology, 2019).

3.3.2 Morningstar Sustainability Rating

Morningstar er et selskap som tilbyr finansielle tjenester som benytter Sustainalytics i sitt ESG-risikorammeverket. Morningstar har en ESG Risk Rating som kan brukes til å slå sammen selskaper for å få en Sustainability Score på porteføljen. Her må minst 67 % av porteføljens verdier ha en ESG Risk Rating fra Sustainalytics for at porteføljen kan få en Sustainability Score. (Morningstar Research, 2019). Formel 1 gir en ESG-porteføljescore som bygger på Sustainalytics ESG Risk Rating.

$$PortfolioSustainability = \sum_{x=1}^n ESGRisk \times Weightadj$$

Formel 1 Porteføljeformel (Morningstar Research, 2019).

Det kan også nevnes at Nordnet benytter seg av porteføljescoren fra Morningstar (DNB Grønt Norden A - Sammenlign og kjøp fond, u.å.).

3.4 Morgan Stanley Capital International

Morgan Stanley Capital International (MSCI) ESG-rating er laget for å hjelpe investorer til å forstå ESG-risiko og mulighetene ved å integrere disse faktorene inn i deres porteføljer. MSCI-modellen fokuserer kun på materielle problemer innad i hver bransje. Her blir risikoen for hver enkelt bransje vurdert gjennom en kvantitativ modell som ser på påvirkninger av områder som karbonutslipp,

vannforbruk og naturskade. MSCI har brutt ned Environment, Social og Governance til 37 nøkkelfaktorer som skal være til hjelp for å kartlegge hvor risikoen til selskaper foreligger, se figur 5. DNB er et av selskapene som benytter informasjon fra MSCI Research for å kartlegge selskapers ESG-risiko (*DNB Carbon Footprint of equity funds 2018*, 2018).

Rammeverket søker etter svaret på fire spørsmål:

1. Hva er de mest betydelige ESG-risikoene og mulighetene et selskap og selskapets bransje møter?
2. Hvor eksponert er selskapet for risikofaktorer?
3. Hvor godt organiserer selskapsledelsen risikofaktorer og muligheter?
4. Hvor godt er helhetsbildet av selskapet og hvordan gjør bedriften det sammenlignet med andre i samme bransje?

3 Pillars	10 Themes	37 ESG Key Issues	
Environment	Climate Change	Carbon Emissions Product Carbon Footprint	Financing Environmental Impact Climate Change Vulnerability
	Natural Resources	Water Stress Biodiversity & Land Use	Raw Material Sourcing
	Pollution & Waste	Toxic Emissions & Waste Packaging Material & Waste	Electronic Waste
	Environmental Opportunities	Opportunities in Clean Tech Opportunities in Green Building	Opp's in Renewable Energy
Social	Human Capital	Labor Management Health & Safety	Human Capital Development Supply Chain Labor Standards
	Product Liability	Product Safety & Quality Chemical Safety Financial Product Safety	Privacy & Data Security Responsible Investment Health & Demographic Risk
	Stakeholder Opposition	Controversial Sourcing	
	Social Opportunities	Access to Communications Access to Finance	Access to Health Care Opp's in Nutrition & Health
Governance	Corporate Governance*	Board* Pay*	Ownership* Accounting*
	Corporate Behavior	Business Ethics Anti-Competitive Practices Tax Transparency	Corruption & Instability Financial System Instability

* Corporate Governance Theme carries weight in the ESG Rating model for all companies. In 2018, we introduce sub-scores for each of the four underlying issues: Board, Pay, Ownership, and Accounting.

Figur 5 ESG-nøkkelfaktorer (MSCI ESG Research, 2019).

Nøkkelfaktorer blir satt av Global Industry Classification Standard (GICS), sub-industrifaktorer som er basert på hver enkelt bransjes påvirkning og tidshorisonten assosiert med hver enkelt risiko. Nøkkelfaktorens vektning blir gjennomgått på

slutten av hvert kalenderår. For hvert enkelt selskap gir et vektet gjennomsnitt av nøkkelfaktorene en kalkulert score, som er basert på tilknyttede nøkkelfaktorer. For å få den endelige ESG-ratingen blir et veid gjennomsnitt av «hoved problemene» aggregert og normalisert basert på deres bransjer. Etter at eventuelle korrigeringer er gjort får selskapet den endelige ESG-ratingen som ligger mellom best (AAA) og verst (CCC). Disse beregningene av bedrifters ESG-rating er ikke absolutte, men skal være relatert til bransjespesifikke standarder og retningslinjer (MSCI ESG Research, 2019).

3.4.1 Index Construction Methodology

Selskaper må generere en del av omsetningen sin fra en av elleve bærekraftige faktorer, samt følge alle kravene i minimum ESG-standarder, for å bli inkludert i «Construction Methodology»-indeksen. Omsetningskravet går ut på at selskaper må generere minst 50 % av sin omsetning fra en eller flere av de følgende elleve bærekraftfaktorene: 1) alternativ energi, 2) energieffektivitet, 3) grønne bygg, 4) bærekraftig vann, 5) forebygging av forurensning, 6) ernæring, 7) sykdom bekjempelse, 8) hygiene, 9) rimelig eiendom, 10) små og mellomstore enterprises (SME Finance) og 11) utdanning.

Minimum ESG-standarder inneholder ni krav som må være oppfylt for å bli inkludert i «Construction Methodology»-indeksen. Minimum ESG-standarder som må følges er:

1. MSCI ESG-Controverseis: Selskaper må ha vært igjennom en ESG-kartlegging av de mest betydningsfulle ESG-faktorene for selskapet, som er definert av MSCI ESG Controversy Score 0, 1 og 2 (liten, moderat eller alvorlig).
2. MSCI ESG Ratings: selskaper må ha en ESG-rating bedre eller lik BB.
3. Tobakk: Bedrifter må ikke generere mer enn 10% av omsetningen sin fra tobakkproduksjon.
4. Alkohol: Bedrifter må ikke generere mer enn 10% av omsetningen sin fra alkoholproduksjon.

5. Uetisk lån: Selskaper må ikke være involvert i uetisk utlån av midler. MSCI ESG Research definerer involvering i uetisk utlån av midler som selskaper som tilbyr produkter og tjenester som er assosiert med kontroversielle låneaktiviteter og bedrifter som har vært mistenkt for uetisk utlån av midler.
6. Våpen: Selskaper må ikke ha vært involvert i produksjon av klaseammunisjon, landminer, blindslasere, hvitt fosfor, ikke-detekterbare fragmenter, utarmet uran, biologiske og kjemiske våpen
7. Atomvåpen: Selskaper må ikke være involvert i produksjon av atomvåpen, stridshoder og raketter, kjernefysiske leveringsplattformer og støttetjenester til kjernevåpen.
8. Konvensjonelle våpen: Selskaper må ikke generere mer enn 5% av omsetningen sin fra konvensjonelle (biologiske og kjemiske) våpen og systemer.
9. Sivile skytevåpen: Selskaper må ikke være involvert i produksjon av semi-automatiske skytevåpen eller generere mer enn 5% av omsetningen sin fra produksjon av sivile skytevåpen (*MSCI ACWI Sustainable Impact Index*, 2017).

3.5 Refinitiv ESG Scores Methodology

Refinitiv ESG database søker i sterk grad etter en forenklet prosess av standardisering og analyser knyttet til ESG-investeringer. Databasen dekker 70 % av den globale markedsandelen, samt at den er basert på over 450 forskjellige ESG-faktorer og -scores. Disse opplysningene kommer i hovedsak fra bedriften selv eller gjennom offentlig tilgjengelig informasjon, som f.eks. årsrapporter, CSR rapportering, nettsider og andre globale medier. Ved å foreta et dypdykk i selskapenes virksomhet og historie, greier Refinitiv å tilby en ESG-score med god dekning av risikofaktorer. Dette skal gjøre det enklere for investorer å se mulige ESG-risikoer og muligheter i nye investeringer, ved allerede eksisterende porteføljer, benchmark mot «peer» selskaper og i større grad kunne ta mer informerte investeringsbeslutninger. Refinitiv ESG-score er baseres 10 forskjellige ESG-temaer på de tre ulike pilarene Environment, Social og

Governance. De underliggende tiltakene er basert på betraktninger rundt datatilgjengelighet og bransjens relevans (*Refinitiv ESG Scores*, 2020).

Refinitiv ESG Score methodology har fem nøkkelprinsipper for beregning av ESG score. Disse er:

1. Unike ESG-målinger av materielle faktorer. Betydningen av å differensiere ESG-faktorer på bakgrunn av bransje er at det gir en mye mer helhetlig oversikt over materielle beregninger for hver industri som rangeres på en skala fra 1 til 10.
2. Selskapers transparente holdning er kjernen av denne beregningen. På grunn av at Refinitiv stiller høye krav til åpenhet vil faktorer med høy ESG-risiko som ikke er rapportert inn føre til negativ totalscore.
3. ESG-utfordringer verifiseres for å få en oversikt over selskapers handlinger og forpliktelser for å påvirke signifikante ESG-utfordringer. Metodikken tar hensyn til store selskaper som lider av større utfordringer ved at scoren blir justert ut ifra selskapets størrelse.
4. Bransje og nasjonal benchmark på data, for å lettere kunne sammenligne analyser innen hver «peer».
5. Ratingscoren er mellom 0-100 (*ESG Scores Methodology*, 2020).

3.6 RepRisk Methodology - ESG Risk Platform

RepRisk er en global ledende aktør innen dataforskning som er spesialister på ESG og business-risiko. De har siden 2006 levert en kombinasjon av Actionable insights (AI), som er dataanalyser av store mengder data, og maskindata med menneskelig intelligens som har transformert store mengder data til business- og risikomålinger. RepRisk ESG Risk Platform er verdens største database av sitt slag, med over 140 000 offentlige og private selskaper, og over 35 000 infrastrukturprosjekter i alle størrelser. Organisasjoner verden over er avhengig av RepRisk som sin due diligence løsning for å kartlegge ESG-risiko relatert til deres virksomhet og investeringer. RepRisk følger en grundig undersøkelsesprosess som skal forsikre konsistent data over tid. AI og maskindata kombinert med menneskelig intelligens skal bidra til pålitelig forskning og beregninger.

Screening og identifikasjon

Målet med screeningprosessen er å kartlegge alle relaterte selskaper eller prosjekter som har en ESG-risiko. Det screenes daglig over 90 000 offentlige kilder. I tillegg til dette blir mer enn 500 000 dokumenter aggregert gjennom avansert tekst og metadata, for så å gjennomgå en dupliserings- og grupperingsprosess, noe som fører til at faktiske dokumenter som kommer inn er rundt 150 000 daglig. Dokumentene sjekkes for relevans og selskapets bransje. Basert på den denne datainnhentingene blir hver risiko merket og registrert automatisk, noe som gjør jobben med analyse og kalkulering av ESG-scoren mye enklere.

Analyser

Resultatene av screeningprosessen blir levert til RepRisk analyseteam som er ansvarlig for å gjennomgå og godkjenne kildevalget, tildelingen av risiko og relevansscore. Videre identifiserer analytikerteamet andre risikofaktorer inkludert et risikosammendrag. Hver risiko blir analysert i henhold til tre parametere:

1. Severity: Alvorlighetsgrad av ESG-risiko. Måles som lav-, middels- eller høy alvorlighetsgrad.
2. Reach: Troverdigheten av informasjonskilden. Måles som begrenset-, middels- eller høy troverdighet.
3. Novelty: Selskapets eller prosjektets risiko for uforutsett eksponering av nye ESG-faktorer.

For hver risikovurdering som blir gjennomgått skriver en analytiker ut en original Risk Incident Brief som en oppsummering på risikovurderingen i det enkelte tilfellet. En risikovurdering blir kun lagt inn i RepRisk Platform en gang, med mindre risikoprofilen endrer seg. Dette kan forkomme i en av de følgende scenarioene:

1. Story development: Ny utvikling forekommer relatert til samme sak.
2. Source escalation: Problemet vises i fra en mer innflytelsesrik kilde.
3. Six-week rule: Problemet oppstår i det samme firmaet i det samme landet etter en seks ukers periode, noe som kan tyde på at problemet ikke er løst.

Kvalitetssikring

Før en risikovurdering blir publisert i RepRisk Platform gjennomgår den en kvalitetssikring og godkjenning av en senior RepRisk-analytiker. Målet med kvalitetssikringsprosessen er å forsikre at nødvendige analyser er gjennomført i tråd med RepRisk rules-based methodology. Henvendelser om en risikovurdering på noe som er svært alvorlig eller som kommer fra innflytelsesrike kilder, behandles samme dag eller innen 24 timer. Alvorlige risikovurderinger behandles først, etterfulgt av vurderinger med lavere alvorlighet.

Kvantifisering

Siste steget i prosessen blir gjennomført gjennom en datainnsamling som følger standardiserte standarder og tilpassede risikomålinger. RepRisk Index (RRI) fanger og kvantifiserer omdømmerisikoeksponering relatert til ESG-faktorer. Videre setter RepRisk Rating (RRR), en vurdering fra AAA til D, som har en benchmarking og integrering av ESG- og businessrisiko, på nivå med f.eks. andre beregninger som FNs Global Compact Violator Flag (*Reprisk Methodology Overview, 2020*).

3.7 Nordea Asset Management – Responsible investment policy

Nordea Asset Management (Nordea AM) sitt hovedmål er å skape overskudd gjennom ansvarlige risikojusterte investeringer, samt være ESG-offensive. Dette vil si å integrere ESG-faktorer inn i investeringsprosedyren og produktutviklingen. Med over 222 milliarder Euro tilgjengelig på vegne av 1,8 millioner investorer internasjonalt, mener Nordea AM at en del av det finansielle ansvaret er å levere avkastning på en ansvarlig måte.

Nordea AM har utviklet sine egne retningslinjer, prosedyrer og investeringsprodukter for å forsikre at selskapene de investerer i møter de standarder som er satt rundt ESG-faktorer. Standardene og retningslinjene gjelder for alle Nordeas fond. De gjelder likevel ikke for eksterne fond eller andeler i fondet som er indeksderivater. I seleksjonsprosessen for eksterne samarbeidspartnere vil partenes samarbeidsevne og deres evne til å være åpne rundt ESG-faktorer være noen av utvelgelsesfaktorene. Den ansvarlige

investeringsstrategien og de endelige investeringsbeslutningene blir overvåket og bestemt av Responsible Investment Committee (RIC). RIC består av medlemmer fra Senior Executive Management og ledes av Nordea AMs administrerende direktør (CEO). Nordea har signert FNs Principles for Responsible Investments (PRI) og er forpliktet til å integrere ESG-faktorer inn i investeringsprosedyren, beslutningsprosessen og aktiv eierskapspraksis (*Nordea Responsible Investments Policy*, 2020).

3.7.1 Transparens

En investor ser etter tidsriktig og tilstrekkelig informasjon. Det forventes at selskaper rapporterer materielle faktorer, dvs. faktorer som reflekterer selskapets betydelige økonomiske, miljømessige og sosiale påvirkninger, og som i vesentlig grad kan påvirke analysene og beslutningene til investorer og andre interessenter. Nordea støtter standardisering og integrering av rapportering som innlemmer materiell bærekraftig informasjon med finansiell informasjon. Nordea streber etter transparens med tanke på hvordan de arbeider og integrerer ESG i deres ansvarlige investeringsbeslutninger og aktiviteter. Det skal jevnlig rapporteres om Nordeas arbeid via deres hjemmeside, gjennom årsrapport og gjennom PRI-rapporterings rammeverk.

3.7.2 Kriterier

For en investor er tilstrekkelig informasjon nøkkelen. Det forventes at selskaper rapporterer om vesentlig informasjon som beskriver aspekter som gjenspeiler selskapets betydelige økonomiske, miljømessige og sosiale påvirkninger. Dette skal skape et helhetlig bilde om hva som kan påvirke analysen og beslutningene til investorer og andre interessenter. Nordea har klare kriterier for hvordan investeringsprosessen skal foregå. Disse er som følger:

Ulovlige- og atomvåpen

Nordea AM investerer ikke i selskaper som er bekreftet involvert i produksjon eller utvikling av følgende bransjer: ammunisjon, landminer, biologiske våpen, kjemiske våpen, ikke synlige fragmenter, brennende og blendende våpen og utarmet uran ammunisjon. Nordea ekskluderer også selskaper som er involvert i

vedlikehold av atomvåpen, med en militær omsetningsgrense på 5 %. Det bemerkes at militære inntekter er basert på selskapets inntekter fra militært utstyr og er ikke det samme som inntektene fra atomvåpen (*Nordea Responsible Investments Policy*, 2020).

Soft commodities

Soft commodities, direkte oversatt «myke varer», er varer som kaffe, kakao, sukker, mais, hvete, frukt osv. I 2012 bestemte Nordea seg for å ikke anbefale investeringer i disse varene, på bakgrunn av internasjonale studier som indikerer at overdreven finansiell spekulasjon i denne bransjen bidrar til høy volatilitet og rekordhøye matpriser (*Nordea Responsible Investments Policy*, 2020).

Palmeolje

Det foreligger en høy klimarisiko ved produksjon av palmeolje, da produksjonen ofte går ut over skog, biologisk mangfold, klimagassutslipp og arbeidsrettigheter. Nordea AM forventer derfor at selskaper som produserer palmeolje gjør tilstrekkelige tiltak for å sikre sporbarhet av driften og lager relevante retningslinjer for produksjonen (*Nordea Responsible Investments Policy*, 2020).

Kull

Nordea AM ekskluderer selskaper med stor og vedvarende eksponering til kullgruver, der kun 10% av inntektene kan komme fra termisk kull og 30% av inntektene fra total kullproduksjon, inkluderer metallurgisk kull (*Nordea Responsible Investments Policy*, 2020).

Oljesand/ tjæresand

Selskaper med mer enn 10% av inntektene sine fra stor og vedvarende eksponering for oljesand blir ekskludert. Utvinningen av olje fra oljesand har den høyeste prisen og høyeste karbonavtrykket. Nordea tror at med dagens metoder og teknologi er det ingen selskaper som kan utvinne olje fra oljesand på en måte som er i samsvar med bærekraftig utvikling (*Nordea Responsible Investments Policy*, 2020).

Sanksjoner

Nordea AM investerer ikke i statsobligasjoner utstedt av myndigheter som er underlagt brede sanksjoner og ikke respekterer menneskerettighetene (*Nordea Responsible Investments Policy*, 2020).

Menneskerettigheter

Beskyttelse og oppfyllelse av menneskerettighetene er en juridisk forpliktelse og myndigheters ansvar. Det er likevel kjent at selskaper har en potensiell påvirkning på menneskerettighetene. Nordea forventer at selskaper overholder internasjonale menneskerettighetsprinsipper for å forhindre brudd på menneskerettighetene. Menneskerettighetsrelaterte problemstillinger omfatter medvirkning til menneskerettighetsbrudd, moderne slaveri og barnarbeid, arbeidssikkerhet og helse, urfolks rettigheter og fordrivelse av lokalsamfunn, organisasjonsfrihet og kollektive forhandlinger og internasjonal humanitær rett (*Nordea Responsible Investments Policy*, 2020).

Selskaper med forretningsvirksomhet i konfliktfylte områder

Selskaper som driver sin virksomhet i områder som er berørt av konflikter er utsatt for høyere risiko på grunn av ustabile politiske forhold, svake reguleringer og vold. Bedrifter kan bevisst eller ubevisst ha forretningsdrift og produksjon i dette området som kan ha potensiell innvirkning på konflikter eller på menneskerettighetene. Som en ansvarlig investor forventer Nordea at selskaper skal utføre regelmessig due diligence, definert av FNs Guiding Principles on Business Human Rights, der målet er mer transparens. Due diligence skal inneholde oversiktlige rapporter som inkluderer politisk risikoanalyse, konsekvensanalyse og hvilken innvirkning selskapet har på menneskerettighetene. Selskaper må også vurdere og rapportere om hvordan forretningsdriften eller produktene deres kan direkte eller indirekte påvirke en pågående konflikt eller menneskerettighetsbrudd og hvordan dette kan ha en vesentlig innvirkning på selskapet og deres interessenter. Bedrifter bør også gjøre det mulig for interessenter å trygt rapportere om brudd på menneskerettighetene (*Nordea Responsible Investments Policy*, 2020).

Klimaforandringer

Klimaendringer er en av de største truslene mot verdensøkonomien. Nordea AM jobber kontinuerlig med å vurdere risikoen for klimaendringer og effekten kloden har av overgangen til et mindre karbonutslipp. Det støttes opp under Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD) anbefalingene og ønsket om å fortsette å fremme økt transparens, utvikle bedre verktøy og metoder for å håndtere klimarelaterte risikoer. Hovedmålet vil være å samkjøre porteføljen med FNs bærekraftsmål og Parisavtalen på lang sikt, samt redusere den økonomiske risikoen knyttet til klimaendringer i porteføljer ytterligere (*Nordea Responsible Investments Policy, 2020*).

Klimaendringer byr på flere utfordringer knyttet til investeringer. Her ser man både på den fysiske effekten og mot sannsynligheten for å gjennomføre de politiske tiltakene som skal til for å redusere klimagassutslippene globalt. Det er en rekke bransjer som spesielt er utsatt for klimaendringer. Disse bør:

- Presentere hvordan de integrerer klimaendringer i forretningsstrategiene, investeringsbeslutningene og risikostyringen sin
- Kunne legge frem hvordan deres langsiktige forretningsstrategi og hvordan lønnsomheten vil bli påvirket av et annet regelverk og miljø,
- Vise hvordan de identifiserer og utnytter mulighetene knyttet til klimaendringer
- Være transparent med hensyn til deres posisjon til regulering av klimaendringer og beslutningstakere (*Nordea Responsible Investments Policy, 2020*).

Vann

Vannmangel er identifisert som den største globale risikoen som kan inntreffe i løpet av de neste 10 årene. I 2025 vil to tredjedeler av verdens befolkning være utsatt for vannmangel. Økonomisk vekst og klimaendringer legger et ekstremt press på grunnvannet og fornybare vannressurser. Knappe vannressurser er et tema for en rekke selskaper Nordea investerer i. Enkelte bransjer har i noen geografiske driftsområder en særlig høy eksponering for vannrisiko. Her forventes det at selskaper i høyrisikosektorene sikrer at de adresserer og styrer vannrisiko på en tilstrekkelig måte (*Nordea Responsible Investments Policy, 2020*).

Korrupsjon

Sammenhengen mellom korrumpert forretningspraksis og negative effekter på langsiktig økonomisk avkastning vokser. Korrupsjon bringer fram store forretningsrelaterte kostnader, markedseffektivitet og hindrer økonomisk, politisk og sosial utvikling. Korrupsjon blir ofte gjennomført via et «ugjennomsiktig» selskap og eierstruktur, fellesforetak og offshoreselskaper, og ikke-transparente jurisdiksjoner. Flere og flere land vedtar og styrker lovgivning og håndheving av korrupsjon, og det er mer internasjonalt samarbeid når det gjelder håndhevelse av korrupsjon.

Det foreligger et transparent krav om at begge parter i en sak skal gi fra seg informasjon om bedrifts- og eierstruktur, evt. antikorrupsjonsprogrammer og rapportere om betalinger og skatter i utlandet. Som investor krever Nordea at virksomheter tar en proaktiv tilnærming, altså identifisere tiltak som kan styre utviklingen i ønsket retning, til korrupsjon, iverksette tilstrekkelig antikorrupsjonstiltak og være transparent (*Nordea Responsible Investments Policy*, 2020).

4 Drøftelse - Hvordan har EUs Taxonomy påvirkning på ESG-vurderinger?

Dette kapittelet skal vurdere EU Taxonomys påvirkning på de forskjellige utstederne av ESG-vurderinger. Drøftelsen vil først se på PRIs påvirkning på ESG-vurderinger og deretter EUs Taxonomys direkte og indirekte påvirkning på ESG-vurderinger.

4.1 Vurdering av PRIs påvirkning på ESG-vurderinger

PRI forholder seg til seks retningslinjer for å definere ansvarlige investeringer, ref. pkt. 3.1. Disse prinsippene angir retningslinjer på et veldig overordnet nivå, noe som f.eks. kan illustreres gjennom retningslinje nr. 1 om at det skal implementeres ESG i investeringsanalyser og beslutningsprosesser. Prinsippene gir med andre ord ikke svar på hva som faktisk kvalifiserer til en ESG-investering. PRI legger dermed mye ansvar over på hver enkelt utsteder som i praksis kan tolke prinsippene som de vil.

Nedenfor viser figur 6 hvilke organisasjoner utstederne av ESG-vurderinger, som er behandlet i oppgaven, er medlem av. Figuren illustrerer at det er stor forskjell i hvilken type organisasjoner hver enkel utsteder er medlem av. På grunn av at PRI bygger på FN Global Compact og UNEP FI er det interessant å se på hvem av utstederne som er medlem av PRI og visa versa.

	Sustainalytics	MSCI	RepRisk	Refinitiv	Nordea
<i>PRI medlem</i>	JA	JA	JA	NEI	JA
<i>FN Global Compact</i>	JA	NEI	JA	JA	JA
<i>UNEP FI</i>	NEI	NEI	JA	NEI	JA

Figur 6 Medlemsoversikt (Our Participants | UN Global Compact, u.å.) (Our Members – United Nations Environment – Finance Initiative, u.å.).

Sustainalytics (*Sustainalytics*, u.å.), MSCI (*MSCI*, u.å.), RepRisk (*RepRisk AG*, u.å.) og Nordea (*Nordea*, u.å.) har signert prinsippene til PRI. Refinitiv er den

eneste utstederen i denne oppgaven som ikke er medlem av PRI. Funnene i figuren kan anses som forvirrende, da det er merkelig at utstederne ikke har signert på alle de presenterte retningslinjene som i stor grad bygger på hverandre. Refinitiv følger f.eks. ikke prinsippene til PRI, men følger retningslinjene til FN Global Compact. Motsatt følger MSCI prinsippene til PRI, men ikke FN Global Compact og UNEP FI.

Alle utstederne har på en eller annen måte lykkes med å «implementere ESG i investeringsanalyser og beslutningsprosesser», som er PRI retningslinje nr.1, ref. ovenfor, på et overordnet nivå. Selv om utstederne har tolket dette prinsippet på hver sin måte har utstederne implementert ESG inn i vurderingene og metodene sine. Selv om Refinitiv ikke er medlem av PRI kan også de sies å ha oppnådd prinsippet. På grunn av PRIs overordne prinsipper gjelder resonnetet også for de resterende fem retningslinjene, ref. pkt. 3.1.

4.2 Direkte påvirkning

Vurdering av EU Taxonomys direkte påvirkning på utstedernes ESG-vurdering blir vurdert ved å se på hvilken metode utstederne bruker for å definere bærekraftige aktiviteter.

4.2.1 Vurdering av EU Taxonomys direkte påvirkning på ESG-vurderinger

EUs Taxonomy er som nevnt i delkapittel 3.2 basert på at man må følge minst et av de seks miljømålene, ikke gjøre skade på noen av de andre miljømålene (DNSH), møte minimumskrav for internasjonale retningslinjer for selskapsstyring og til slutt være i samsvar med «technical screening criteria». MSCI, Nordea og Refinitiv er representert med et medlem hver i TEG, der de har vært med på utviklingen av taksonomien, ref. pkt. 3.2.1. Det er likevel ingen av utstederne som fronter at de forholder seg til retningslinjene fra EUs Taxonomy.

Sustainalytics beskriver tiltakene i taksonomien som store forskriftsforandringer som det er vanskelig å få en oversikt over. Sustainalytics er i ferd med å kartlegge de siste TEG-anbefalingene mot sin allerede eksisterende forskning, men mener at selskapets egen forskningen holder et høyt nivå og vil fortsette å videreutvikle

denne i tråd med krav og reguleringer (Schoemaker, 2020). Dette kan tolkes som at Sustainalytics har registrert at EU Taxonomy har blitt publisert, men at de har stor tiltro til sin egen forskningsmodell som de skal fortsette å videreutvikle. Det kan likevel hende at de er nødt til å forholde seg mer direkte til taksonomien for vurderinger av selskaper innen EU etter at lovreguleringen trer i kraft 21. mars 2021, ref. pkt. 3.2.6. Ingen av de andre utstederne har kommentert EU Taxonomy etter at den endelige utgaven ble lagt frem i mars 2020.

For å vurdere om EU Taxonomy har direkte påvirkning på ESG-vurderingene kan man se på hvordan de ulike utstederne presentert i denne oppgaven kartlegger bærekraftige aktiviteter gjennom kvalifikasjonskriterier. Det er imidlertid kun MSCI og Nordea som kan vise til spesifikke kvalifikasjonskrav. Et eksempel på dette er kravet om at selskaper ikke kan være involvert i produksjon av atomvåpen eller at det foreligger en omsetningsgrense i visse bransjer, ref. pkt. 3.4.1 og 3.7.2.

Basert på informasjonen presentert i kapittel 3 kan man se at EUs Taxonomy og utstederne har forskjellige strategier for å kartlegge bærekraftige aktiviteter. Taksonomien legger opp til en strategi der man kartlegger bærekraftige aktiviteter ved hjelp av ytelsesgrenser som ser på totale utslipp som et kvalifikasjonskrav, og kan derfor kategoriseres som en påvirkningsstrategi. Taksonomien har mer fokus på å kartlegge bærekraftige aktiviteter i både «gode» og «dårlige» bransjer for å få en total oversikt over bærekraftige aktiviteter og ikke-bærekraftige aktiviteter.

I motsetning til taksonomien har MSCI og Nordea en strategi der det fokuseres på bransjer og aktiviteter man ikke ønsker å være en del av. Dette er mer en ekskluderingsstrategi, der de nevnte selskapene har kartlagt bransjer og aktiviteter de mener ikke er forenelig med miljø og satt grenser for hva de ulike aktivitetene kan inneholde eller omsetningsgrenser i den aktuelle bransjen. På grunn av at taksonomien, MSCI og Nordea har forskjellige strategier for identifisering av en bærekraftig aktivitet har de også forskjellige kvalifikasjonskriterier. Dette kan illustreres gjennom produksjonen av rent vann. Taksonomien viser til at gjennomsnittlig energiforbruk av systemet, inkludert behandling og distribusjon, ikke kan overstige 0,5 kWh per kubikkmeter vannforsyning, ref. pkt. 3.2.2. Nordea har krav om at selskaper i høyrisikosektorer skal sikre at de adresserer og

styrer vannrisiko på en tilstrekkelig måte, ref. pkt. 3.7.2. MSCI beskriver et omsetningskravet, der selskapet må generere minst 50 % av sin omsetning fra bærekraftig vann, ref. pkt. 3.4.1, for at aktiviteten skal sees på som bærekraftig.

For Sustainalytics, Refinitiv og RepRisk er det vanskelig å foreta en vurdering av strategien selskapene bruker når de ikke viser til konkrete kvalifikasjonskrav som definerer hva selskapene ser på som en bærekraftig aktivitet. Strategien deres kan dog betegnes som en ESG-integreringsstrategi, der de har en ESG-merking på aktiviteter. I dette tilfellet vil merkingen være utstedernes ESG-rating. Denne strategien har fått mye negativ omtale da det ikke kan vises grundig nok til hvordan aktivitetene fikk merkingen, noe som i denne avhandlingen bekreftes gjennom mangel på kvalifikasjonskriterier (*Responsible Investment Strategies*, u.å).

På bakgrunn av det ovenfor nevnte er delkonklusjonen at EU Taxonomy ikke har direkte påvirkning på utstedernes ESG-vurdering.

4.3 Indirekte påvirkning

I det følgende skal det undersøkes nærmere om EU Taxonomy har indirekte påvirkning på ESG-vurderingene gjennom klarhet og transparens, ref. pkt. 3.2. Tilgjengelighet av informasjon, åpenhet og transparens er viktige faktorer i den følgende drøftelsen.

4.3.1 Tilgjengelighet av informasjon fra utstederne av ESG-vurderinger

Ref. delkapittel 2.2 er informasjonen som finnes om bærekraftige investeringer vanskelig å kartlegge og å skape et oversiktlig bilde av.

Informasjonsinnhentingprosessen belyste blant annet at det var kun to av utstederne i denne oppgaven som hadde dokumenter offentlig tilgjengelig. MSCI hadde den mest detaljerte informasjonen som var tilgjengelig for alle på selskapets nettside. Dokumenter som Index Construction Methodology og ESG Rating Methodology var enkel å finne. Nordea hadde også flere offentlige tilgjengelige ESG-dokumenter som var informative, i tillegg til Responsible investment policy. Dokumentene var imidlertid noe vanskelig å finne frem til og

som ekstern må man vite nøyaktig hva man ser etter for å finne disse dokumentene på Nordeas nettside.

Når det gjelder dokumenttilgangen hos de andre SRAene måtte man registrere en bruker med en jobbmail, stilling og bransje for få tilgang til dokumentene. Hos Sustainalytics trengte man kun en enkel registrering, der man ble «godkjent» med en gang. Denne registreringen måtte man imidlertid gjennom hver gang for hvert enkelt dokument man skulle ha tak i. Det var uansett lite informasjon å hente fra nettsiden deres, med unntak av ESG Rating metodologien.

Ved innhenting av dokumenter fra RepRisk og Refinitiv måtte man også registrere seg for å få tilgang til selskapenes dokumenter. I motsetning til Sustainalytics ble man ikke «godkjent» med en gang, da man måtte gjennom en godkjenningssprosess som tok et par dager. Refinitiv ringte også fra England etter registreringen å lurte på hva informasjonen skulle brukes til. Etter denne prosessen fikk man tilsendt dokumentet man hadde etterspurt på mail. Med andre ord må man dermed vite eksakt hvilke dokumenter man ønsker og denne prosessen må man i likhet med Sustainalytics gjennom hver gang for hvert enkelt dokument. RepRisk og Refinitiv hadde også minimalt med dokumentasjon tilgjengelig, med unntak av metodologiene.

Figur 7 viser en overordnet oversikt over tilgjengeligheten av informasjon og dokumenter hos hver enkelt utsteder. «Metodologi» og «kvalifikasjonskriterier» blir nærmere forklart i pkt. 4.3.2

	Sustainalytics	MSCI	RepRisk	Refinitiv	Nordea
<i>Lett tilgjengelig dokumentasjon</i>	NEI	JA	NEI	NEI	Middels
<i>Metodologi</i>	JA	JA	JA	JA	NEI
<i>Kvalifikasjonskriterier</i>	NEI	JA	NEI	NEI	JA

Figur 7 Oversikt over dokumentasjon som er presentert i kapittel 3, del 2.

Delkonklusjonen er at informasjonen om ESG-vurderinger er lite tilgjengelig fra alle utstederne med unntak av MSCI og Nordea. Funnene viser generelt sett at det kan virke som at dokumentene er noe «gjemt bort» og når man først finner det man leter etter er det «låst» bak en registrering. En annen mulig forklaring kan være at selskapene kun vil informere og dokumentere informasjon ovenfor eksisterende kunder som skal gjennomføre en ESG-vurdering. Problemet med dette er at det ikke støtter opp under kravene om åpenhet og transparens rundt ESG-vurderinger, som igjen er viktige for å kunne oppnå bærekraftsmålene ref. pkt. 3.2.

4.3.2 Relabiliteten av innhentet dokumentasjon fra utstederne av ESG-vurderinger

Tilgjengeligheten av dokumentasjon om ESG-vurderinger trenger ikke være avgjørende for kvaliteten på dokumentasjonen så fremt validiteten og relabiliteten på det som presenteres holder høy kvalitet. Hovedforskjellen mellom SRAene ligger i kvaliteten og grundigheten av deres informasjonsinnhentingsprosess (Boiral et al., 2020). Det er kun MSCI og Nordea som kan vise til spesifikke kvalifikasjonskrav i ESG-vurderingsprosessen, ref. pkt. 4.2.1 og figur 7. MSCI, Sustainalytics, RepRisk og Refinitiv anvender også en metodologi som illustrerer ESG-vurderingsprosessen gjennom en rating.

Med utgangspunkt i metodologiene i kapittel 3, del 2, ser man at de fire SRAene har mer eller mindre samme mål, altså å hjelpe investorer til å forstå mulighetene ved å integrere ESG-faktorer inn i sine investeringsbeslutninger. Det som skiller SRAene er bruken av forskjellige typer strategier for å bygge opp troverdigheten rundt deres vurderingsprosess. Sustainalytics, Refinitiv og RepRisk beskriver sine vurderingsprosesser veldig overordnet. De beskrives en overordnet prosess for hvordan ESG-ratingen blir til, men viser ikke til hvordan ESG-faktorer blir målt. Spesifikasjoner for hvordan de måler de forskjellige ESG-faktorene og eventuelle grenser for omsetning kommer altså ikke frem. SRAene bruker ulike strategier for å bygge troverdighet og pålitelighet av deres vurderingsprosess, uten å vise til spesifikke kriterier i deres metodologi (Boiral et al., 2020). Derfor er troverdigheten av SRAs metodologi avgjørende for å få full tillitt fra investorer og

interessenter når de skal vurdere påliteligheten av en rating. På bakgrunn av at Sustainalytics, Refinitiv og RepRisks ikke kan vise til konkrete kvalifikasjonskrav kan man si at de kun gjengir halvparten av den prosessen man må igjennom i arbeidet med en ESG-vurdering.

Det kan argumenteres for at man sitter igjen med et inntrykk av at relabiliteten av dokumentasjonen og informasjonen som er presentert i kapittel 3, Del 2, faller igjennom på flere punkter. Målingene av ESG-vurderinger blir gjennomført av hver enkelt utsteder, men nøyaktigheten og hvilke vurderinger som faktisk blir gjort kommer ikke godt nok frem. Dette setter også spørsmåltegn ved validiteten av metodologiene til Sustainalytics, Refinitiv og RepRisk, da det er kun MSCI og Nordea som kan støtte opp vurderingsprosessen med faktiske kvalifikasjonskriterier.

4.4 Betydningen av funnene i oppgaven

Etter drøftelsene som er gjennomført i dette kapittelet kan man stille spørsmål ved relabiliteten til tidligere studier og selskaper som sier at ESG-investeringer gir lavere risiko og positiv avkastning. Det kan godt hende at ESG-investeringer gir lavere risiko og positiv avkastning, men om ikke hver enkelt studie har undersøkt hvert enkelt selskap grundig nok for å se om selskapet faktisk er i samsvar med pålitelige ESG-standarder blir det vanskelig å ha full tiltro til tidligere gjennomførte studier. Dersom det forekommer at investeringer defineres som bærekraftige, uten å være det, og disse samtidig gir positiv avkastning, vil dette være med på å gi et ukorrekt bilde av avkastningen til ESG-investeringer. For å sette det helt på spissen kan det tenkes at det i noen tilfeller har gått så lang at det er gjennomført manipulerede ESG-vurderinger for å markedsføre selskaper, porteføljer eller aksjer som bærekraftige og lønnsomme for å oppnå økonomisk gevinst, altså grønnvasking.

Derfor er taksonomiens hovedoppgave å skape klarhet og transparens rundt bærekraftige aktiviteter. Hvis informasjonen og målingene av bærekraftsrisiko ikke er lett tilgjengelig, tilsier dette at utstederen av ESG-vurderingen ikke holder et høyt nok nivå. Ettersom taksonomiens lovregulering trer i kraft 21. mars 2021,

ref. pkt. 3.2.6, kan det hende at utstederne i denne oppgaven er nødt til å gjennomføre betydelige endringer i sin metode og forbedre klarheten og transparensen av dokumentasjon for å tilfredsstille disse kravene.

For eksterne uten bakgrunnsinformasjon om tematikken kan man si at informasjonen vedrørende oppgavens tematikk er noe «utilgjengelig». Man må vite hva man leter etter for å finne relevant, gyldig og pålitelig ESG-dokumentasjon. Selv når man vet hva man ser etter er det ikke sikkert man finner all den informasjonen man ønsker å finne, blant annet fordi tilgang til enkelte utstederes dokumentasjon krever en omstendelig registreringsprosess og godkjenning, ref. pkt. 4.2.1. Interessen for ESG-tematikken har gjort undersøkelsesprosessen enklere, men det har vært en krevende prosess å få et oversiktlig bilde over all informasjon, retningslinjer og standarder som har kommet opp under prosessen.

Det bemerkes at enkelte av kvalifikasjonskravene til MSCI og Nordea tillater at selskaper kan drive virksomhet i tvilsomme bransjer. Dette gjelder for kvalifikasjonskrav gjennom omsetningsgrenser for å kartlegge bærekraftige aktiviteter. Et eksempel på slike krav er at MSCI godtar at man kan generere opptil 5 % av omsetningen sin fra produksjon av sivile skytevåpen. Nordea godtar også at opptil 5 % av omsetningen kan komme fra militær omsetning og er derfor i samsvar med deres ESG-kriterier. Kriteriene tillater dermed at selskaper driver virksomhet i tvilsomme bransjer, f.eks. innen våpen produksjon, men at selskapene likevel bli definert som bærekraftig. I store firmaer kan en omsetningsgrense på 5 % utgjøre store summer. Dette kan igjen tale for at kriteriene kan brukes som ”skjul” til grønnvasking.

5 Konklusjon

MSCI og Nordea er de eneste som kan vise til kvalifikasjonskriterier ved deres ESG-vurderinger. Sustainalytics, RepRisk og Refinitiv viser kun til overordnet praksis gjennom den informasjonen som er tilgjengelig og viser ikke til faktiske kvalifikasjonskrav i sin metode. Som drøftelsen illustrerer er kvalifikasjonskrav vesentlig i vurderingen av om EU Taxonomy har hatt en direkte påvirkning på utstederne. På bakgrunn av drøftelsen kan man konkludere med at taksonomien ikke har en direkte påvirkning på ESG-vurderingene.

Videre ser drøftelsen på indirekte påvirkningen fra taksonomien på utstederne. Her var det MSCI og Nordea som kunne vise til mest tilgjengelig informasjon, åpenhet og transparens. Sustainalytics, RepRisk og Refinitiv har lite offentlig tilgjengelig informasjon, lav kvalitet på dokumenter og lav transparens rundt metoder. Drøftelsen viser derfor at taksonomien har en indirekte påvirkning på MSCI og Nordea, men ikke på Sustainalytics, RepRisk og Refinitiv

Det kan derfor konkluderes med at EU Taxonomy har en indirekte påvirkning på enkelte av selskapene, herunder MSCI og Nordea, mens EU Taxonomy ikke har direkte påvirkning på Sustainalytics, RepRisk og Refinitiv. I fremtiden kan det tenkes at taksonomien i høyere grad vil påvirke på ESG-vurderinger direkte på grunn at taksonomien blir lovpålagt.

Litteraturliste

- *About the PRI.* (u.å.). PRI. Hentet 18. mars 2020, fra <https://www.unpri.org/pri/about-the-pri>
- Boiral, O., Brotherton, M.-C., & Talbot, D. (2020). *BUILDING TRUST IN THE FABRIC OF SUSTAINABILITY RATINGS: AN IMPRESSION MANAGEMENT PERSPECTIVE*, fra https://www.researchgate.net/publication/339771980_Building_trust_in_the_fabric_of_sustainability_ratings_An_impression_management_perspective
- *Bærekraftig finans—Offentliggjøring om investeringer og risiko.* (2018, september 28). [EOSnotat]. Regjeringen.no; regjeringen.no. <https://www.regjeringen.no/no/sub/eos-notatbasen/notatene/2018/sep/barekraftig-finans---offentliggoring-om-investeringer-og-risiko/id2619878/>
- *Bærekraftig utvikling.* (u.å.). Hentet 11. april 2020, fra <https://www.fn.no/Tema/Fattigdom/Baerekraftig-utvikling>
- *DNB Carbon Footprint of equity funds 2018.* (2018). https://dnb-asset-management.s3.amazonaws.com/ESG-SRI-pdf/DNB_Carbon_Footprint_of_equity_funds_2018.pdf?mtime=20191028093007&focal=none
- *DNB Grønt Norden A - Sammenlign og kjøp fond.* (u.å.). Nordnet. Hentet 19. mai 2020, fra <https://www.nordnet.no/market/funds/16802433-dnb-gront-norden>
- *ESG Scores Methodology.* (2020, april). https://www.refinitiv.com/content/dam/marketing/en_us/documents/methodology/esg-scores-methodology.pdf
- *ESG til topps.* (2020, mai 25). <https://finansavisen.no/nyheter/finans/2020/05/25/7531078/esg-til-topps>
- *Etterlyser ESG-standarder.* (2019, desember 29). <https://finansavisen.no/nyheter/finans/2019/12/29/7484515/etterlyser-esg-standarder>
- *EU Sustainable Finance Taxonomy | Articles | PRI.* (u.å.). Hentet 7. april 2020, fra <https://www.unpri.org/eu-taxonomy>
- Europaportalen. (2019, mai 31). *Om EØS-notatbasen* [Redaksjonellartikkel].

- Regjeringen.no; regjeringen.no. <https://www.regjeringen.no/no/sub/eos-notatbasen/om-eos-notatbasen/id524179/>
- Figenschou, E. (2018, august 29). *ESG – hva er det og hvorfor er det viktig for meg?* <https://www.finansco.no/blog/hva-er-esg>
 - FN. (2019). The Sustainable Development Agenda. *United Nations Sustainable Development*.
<https://www.un.org/sustainabledevelopment/development-agenda/>
 - Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: Aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5(4), 210–233.
<https://doi.org/10.1080/20430795.2015.1118917>
 - Holme, I. M., & Solvang, B. K. (1996). Metodevalg og metodebruk. I *Norbok* (3. utg.). TANO. https://urn.nb.no/URN:NBN:no-nb_digibok_2008071704110
 - Holter, M. (2020, mars 3). *World's Biggest Wealth Fund Tells Firms to Give It More ESG Data*. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2020-03-03/world-s-biggest-wealth-fund-tells-firms-to-give-it-more-esg-data>
 - Jakobsen, I. U., & Kallbekken, S. (2020). Parisavtalen. I *Store norske leksikon*. <http://snl.no/Parisavtalen>
 - Kenton, W. (2020, januar 20). *What You Should Know About Greenwashing*. Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/g/greenwashing.asp>
 - Knudsen, C. (2019, desember 11). *Finanstilsynet ser økt fare for grønnvasking av investeringer*. <https://e24.no/i/lAm65y>
 - *Members of the Commission Technical Expert Group on Sustainable Finance*. (2020).
https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/sustainable-finance-teg-members_en.pdf
 - *metodologi—Det Norske Akademis ordbok*. (u.å.). Hentet 20. mai 2020, fra <https://naob.no/ordbok/metodologi>
 - Morningstar Research. (2019, oktober 31). *Morningstar Sustainability rating for Funds Methodology*.
https://www.morningstar.com/content/dam/marketing/shared/research/methodology/744156_Morningstar_Sustainability_Rating_for_Funds_Methodology.pdf
 - *MSCI*. (u.å.). PRI. Hentet 14. april 2020, fra <https://www.unpri.org/signatory->

- directory/msci/1515.article
- *MSCI ACWI Sustainable Impact Index*. (2017, september).
https://www.msci.com/eqb/methodology/meth_docs/MSCI_ACWI_Sustainable_Impact_Index_Sep2017.pdf
 - MSCI ESG Research. (2019). *MSCI ESG Ratings Methodology*, fra
<https://www.msci.com/documents/1296102/14524248/MSCI+ESG+Ratings+Methodology+-+Exec+Summary+2019.pdf/2dfcaeee-2c70-d10b-69c8-3058b14109e3?t=1571404887226>
 - *Nordea*. (u.å.). PRI. Hentet 20. mai 2020, fra <https://www.unpri.org/signatory-directory/nordea/1554.article>
 - *Nordea Responsible Investments Policy*. (2020, mars 1).
https://www.nordea.com/Images/33-227926/Nordea_Responsible_Investments_Policy.pdf
 - OECD Publishing. (2017). *Investing in Climate, Investing in Growth*.
<https://www.oecd-ilibrary.org/sites/3eca5021-en/index.html?itemId=/content/component/3eca5021-en>
 - Olerud, K., & Kallbekken, S. (2019). Klimakonvensjonen. I *Store norske leksikon*. <http://snl.no/Klimakonvensjonen>
 - *Our Members – United Nations Environment – Finance Initiative*. (u.å.). Hentet 17. april 2020, fra <https://www.unepfi.org/members/>
 - *Our Participants | UN Global Compact*. (u.å.). Hentet 17. april 2020, fra <https://www.unglobalcompact.org/what-is-gc/participants>
 - *peer review—Det Norske Akademis ordbok*. (u.å.). Hentet 22. mai 2020, fra https://naob.no/ordbok/peer_review
 - *Refinitiv ESG Scores*. (2020), fra
https://www.refinitiv.com/content/dam/marketing/en_us/documents/methodology/esg-scores-methodology.pdf.
 - *RepRisk AG*. (u.å.). PRI. Hentet 14. april 2020, fra
<https://www.unpri.org/signatory-directory/reprisk-ag/2523.article>
 - *Reprisk Methodology Overview*. (2020, april).
<https://www.reprisk.com/content/static/reprisk-methodology-overview.pdf>
 - *Responsible Investment Strategies*. (u.å.). <http://www.eurosif.org/responsible-investment-strategies/>
 - Schoemaker, A. (2020, mars 26). EU Sustainable Finance Action Plan: Final

- Taxonomy Report Published and Other Developments. *Sustainalytics*.
<https://www.sustainalytics.com/esg-blog/eu-sustainable-finance-action-plan-final-taxonomy-report-published-developments/>
- Strandli, A. (2020, mai 8). *SpareBank 1 Markets merker ingen coronabrems for grønne investeringer*.
<https://finansavisen.no/nyheter/energi/2020/05/08/7524548/sparebank-1-markets-merker-ingen-coronabrems-for-gronne-investeringer>
 - Sundbye, L. M. T. (2017, oktober 11). *Markedsføring og ledelse 1—Primære og sekundære datakilder—NDLA*. ndla.no.
<https://ndla.no/subjects/subject:7/topic:1:183191/topic:1:105795/resource:1:93370>
 - *Sustainable finance TEG Final report Taxonomy annex*. (2020, mars).
https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/200309-sustainable-finance-teg-final-report-taxonomy-annexes_en.pdf
 - *Sustainalytics*. (u.å.). PRI. Hentet 14. april 2020, fra
<https://www.unpri.org/signatory-directory/sustainalytics/2601.article>
 - *Sustainalytics*. (2016, oktober 14). *Sustainalytics*.
<https://www.sustainalytics.com/about-us/>
 - *Sustainalytics ESG Risk Rating Methodology*. (2019, november).
https://marketing.sustainalytics.com/acton/attachment/5105/f-f880b2ab-d172-4e46-971b-d3499a135b17/1/-/-/-/1/Sustainalytics_ESG%20Risk%20Rating_Methodology%20Abstract_Nov2019.pdf
 - *taksonomi—Det Norske Akademis ordbok*. (u.å.). Hentet 20. mai 2020, fra
<https://naob.no/ordbok/taksonomi>
 - *TEG final report on the EU Taxonomy*. (2020, mars 9).
https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/200309-sustainable-finance-teg-final-report-taxonomy_en.pdf
 - *UN Global Compact Norway*. (u.å.). Hentet 14. april 2020, fra
<https://globalcompact.no/om-oss/>
 - *United Nations Environment – Finance Initiative*. (u.å.). Hentet 14. april 2020, fra <https://www.unepfi.org/about/>

- WWF. (2020). *The Effects Of Climate Change*.
<https://www.wwf.org.uk/learn/effects-of/climate-change>