

Hvordan differentiere ESG rating agenturerne; MSCI, Corporate Knights Global 100, CDP, ISS ESG og Sustainalytics sig fra hinanden i deres benyttede metodik til ESG-rating af selskaber?

Af Tobias Engell Nielsen



Studienummer: S126147

Vejleder: Caroline Aggestam Pontoppidan

Sideantal: 52

Anslag: 101.192

Dato for aflevering: 6. maj 2020

Indholdsfortegnelse

1. Indledning	4
2. Problemformulering	7
2.1 Underspørgsmål	7
3. Afgrænsning.....	8
4. Metode	9
4.1 Forskningsdesign.....	9
4.1.1 Kodning af data	9
4.2 Kvalitative og kvantitative metoder	11
4.3 Kildekritik	12
5. Litteratur og teori.....	13
5.1 Litteratur	13
5.2 Teori	14
5.2.1 CSR	14
5.2.2 SDG	16
5.2.3. ESG	17
5.2.4 Legitimitetsteori.....	17
5.2.5. Interessentteori	18
6. Redegørelse.....	19
6.1 Præsentation af ESG-rating agencies'	19
6.1.1. MSCI.....	19
6.1.2. Global 100.....	21
6.1.3. CDP	22
6.1.4. ISS ESG	24
6.1.5. Sustainalytics.....	27
7. Analyse.....	32
7.1 Input	33
7.2 Udarbejdelse	34
7.3 Output	35
7.4 SDG og brug af standarder	37
7.5 ESG hoved- og nøgletalsoversigt	40
7.6 Brug af kvantitative og kvalitative KPI'er	42

7.7 Opsummering	42
7.8 Ligheder hos ESG-rating agencies.....	43
7.9 Delkonklusion.....	44
8. Diskussion	46
8.1 Sammenligning med teorien	46
8.2 Pointer fra analysen	48
8.3 ESG-hoved- og nøgletalsoversigt	50
8.4 Opsummering	51
9. Konklusion.....	53
10. Perspektivering	55
Litteraturliste	56
Bilag	58
Bilag 1 – C25 selskaber og ratings.....	58
Bilag 2 – Danske selskaber ratet af ESG rating agencies	59
Bilag 3 – Kodningsskema	60
Bilag 4 – Resultater fra indholdsanalyse.....	62
Bilag 5 – ESG-hoved- og nøgletalsoversigt fra FSR – danske revisorer	64
Bilag 6 – Resultat af sammenligning med nøgletal fra FSR – danske revisorer	64

1. Indledning

Der er i stigende grad kommet en større og større interesse og efterspørgsel på alternativ rapportering fra selskaber verden over igennem de seneste år. Dette viser f.eks. seneste tiltag fra blandt flere, Den Københavnske Fondsbørs og FSR – Danske Revisorer (FSR – danske revisorer 2019) med en vejledning til rapportering af environmental, social og governance (ESG) hos de børsnoterede selskaber i Danmark. Den stigende interesse for ESG-rapportering og bæredygtig rapportering er ikke noget nyt fænomen. Allerede for flere hundrede år siden blev der lagt teorier for dette, men udspringet i moderne tid kommer fra 1970'erne hvor "socially responsible investing" (SRI) begyndte at blomstre frem. Idéen med SRI var investering i selskaber der havde en positiv social indvirkning. SRI var ikke tiltænkt at skulle stå alene, men fungere som et tillæg til normal finansiell analyse i forbindelse med investeringer.

Igennem årene er der kommet flere forskellige afsæt af SRI, f.eks. "Principles for Responsible Investments" (PRI), der i 2006 blev lanceret på New York City Stock Exchange, og som var udarbejdet af både investorer og eksperter (PRI 2020). Hovedprincippet i PRI går ud på, at medlemmerne af PRI vil implementere ESG forhold ind i de investeringsanalyser og beslutningsproces.

Et af de udspring af principperne for socialt ansvarlige investeringer er ESG, og dette begreb blev første gang præsenteret i 2004 i studiet "Who Cares Wins" (FN 2004). Studiet lagde grundstenen for at tale om ESG som begreb og rapporten lagde også op til at analytikere (investorer i banker og andre institutionelle selskaber) opsøgte ESG mere aktivt. Studiet henvendte deres resultater til investorer, banker, børser, NGO'er og regulatorer, med forskellige anbefalinger. Anbefalingen blev til investorer lød på bedre integrering af ESG i deres analyser:

*"Analysts are asked to better incorporate environmental, social and governance (ESG) factors in their research where appropriate and to further develop the necessary investment know-how, models and tools in a creative and thoughtful way"*³.

Interessen og udviklingen i rapportering af ESG-forhold¹ fik en øget interesse og efterspørgsel i 2015 da FN lancerede deres Envision 2030 plan (FN 2015) hvor 17 sustainable development goals (SDG) blev præsenteret. Formålet med SDG var at give nogle fokusområder og drive en bæredygtig udvikling frem mod 2030 under idéen om "Leaving no one behind".

SDG-målene blev et grundlag for hvordan virksomheder i deres ageren kunne bidrage til den fremadrettede udvikling FN havde fastsat med Envision 2030. Selskaber og investorer var allerede inden FN's SDG'er opmærksomme på bæredygtighed, og der kan findes eksempler på virksomheder der i mange år har praktiseret sådanne forhold. Dette blev dog en grobund for kobling imellem SDG og ESG, og kigge på dette som muligheden for at selskaber kunne styrke deres legitimitet i samfundet.

Rapportering af ESG har dog indtil videre (i hvert fald i Danmark), ikke haft nogen grobund i lovgivningen, og rapportering har derfor været frivillig og baseret sig på "best practice" ud fra hvad andre selskaber har gjort.

Formålet med ESG og andre former for alternative rapportering er at skabe en bedre forståelse for et givent selskab og dets ageren, som ikke kommer til udtryk igennem en finansiell rapportering. Inden for rammen af ESG vedrører dette klimamæssige risici og forbrug, socialt ansvar og god ledelse. Med en øget rapportering af Corporate Social Responsibility (CSR) og ESG fra danske såvel som internationale virksomheder, har rapporteringen afledt muligheden for at samle informationer om ESG, CSR og SDG og benytte disse til at rangere selskabernes performance på andet end finansielle forhold. En sådan rangering kan sammenlignes med børsindekser der forsøger at indkapsle den finansielle performance hos selskaber. Selskaberne der vurderer denne ESG rapportering bliver betegnet som ESG rating agencies (ERA). Disse ERA'er forsøger på forskellige måder at indkapsle den samlede præstation af et selskabs rapportering om ESG, CSR og SDG.

¹ Jeg vil igennem opgaven betegne det ESG forhold og ikke ESG tal for at fastholde der ikke kun er tale om rene tal som i den finansielle rapportering, men lige så meget rapportering i stil med CSR, hvor selskabet rapporterer om ikke kvantitative data.

Dette skaber umiddelbart to problemstillinger. Den første problemstilling vedrører manglende lovgivning i forhold til brug af udstedte standarder. Der eksisterer næsten ikke nogen lovgivning på alternativ rapportering i Danmark. Den lovgivning der eksisterer vedrørende ikke finansielle er beskrevet i Årsregnskabsloven (ÅRL) §99a+b. Denne paragraf handler om henholdsvis redegørelse for samfundsansvar i større virksomheder (stk. a), og beskrivelse af det underrepræsenterede køn (stk. b). Nogen reel lovgivning om ESG eksisterer dog ikke. Da der eksisterer flere standarder på området for rapportering af ESG og CSR tillader dette et frit valgt imellem brug af standarder grundet den manglende lovgivning. Dette kan give forskelligartede rapporteringer af ESG og CSR og kan skabe manglende mulighed for sammenligning. Det andet problem opstår når denne frihed imellem brug af standarder for ESG-rapportering eksisterer da ERA'er ligeledes vil have mulighed for frit at vælge brug hvilken standard de vil bruge hvis overhovedet nogen. Potentielt kan dette resultere i forskellige ESG-ratings ud fra de samme resultater i de børsnoterede selskabers rapporteringer.

ERA'erne benytter sig derudover af forskellige rating metoder (lister eller rating ved brug af bogstaver eller tal), og dette giver ligeledes forskellige præsentationer. I takt med at brugen af ERA'er vinder frem og bliver udbredt er det derfor også vigtigt at forstå hvordan og om muligt hvorfor hvert enkelt ERA opgør deres rangering.

I Danmark rangerer flere af de børsnoterede selskaber C25 selskaber højt på f.eks. Corporate Knights (CK) Global 100 liste og får også fra andre ERA'er gode ratings (se bilag 1). På baggrund af dette er det interessant at kigge på hvordan disse ERA'er vurderer et selskab og hvad metodikken for hvert enkelt ERA er.

For at undersøge dette har jeg fremsat nedenstående problemformulering der sigter mod at sammenligne metodikken hos de mest benyttede ERA'er blandt danske virksomheder noteret på den Københavnske Fondsbørs.

2. Problemformulering

Hvordan differentiere ESG rating agenturerne; MSCI, Corporate Knights Global 100, CDP, ISS ESG og Sustainalytics sig fra hinanden i deres benyttede metodik til ESG-rating af selskaber?

2.1 Underspørgsmål

Følgende underspørgsmål er udarbejdet som en del af besvarelsen af ovenstående problemformulering

1. Hvad er metodikken for hvert enkelt af de fem udvalgte ESG-rating agencies?
2. Hvad er effekten af de forskellige ESG-rating agenturers metodikker for ESG-rating?

3. Afgrænsning

I denne opgave er det valgt at lave en afgrænsning til kun at kigge på fem ESG-rating agencies. Disse fem agenturer er MSCI, Global 100, CDP, ISS ESG og Sustainalytics. Disse fem er valgt på baggrund af hvor mange gange de har været nævnt på hjemmesider eller årsrapporter hos de danske C25 selskaber (se bilag 2). De fem udvalgte agenturer er udvalgt på baggrund af følgende; MSCI, CDP og Global 100 er udvalgt da disse har klart flest C25 virksomheder ratet. ISS ESG og Sustainalytics er udvalgt med en haphazard metode af de agenturer som havde tre ratings af C25 selskaber. På baggrund af en vurdering af væsentlighed er det valgt ikke at kigge på ESG rating agenturer med et antal ratings af C25 selskaber færre end tre. Baggrunden herfor har været et fokus på at undersøge nogle af de største ESG rating agencies, hvilket er vurderet at have været dem, der har dækket flest C25 selskaber.

Det er valgt at afgrænse de undersøgte virksomheder til C25 indekset på den Københavnske Fondsbørs da disse er vurderet til at være de mest internationalt eksponerede danske virksomheder. På baggrund af dette vil virksomhederne sandsynligvis også være blevet ratet af ét eller flere ESG-rating agencies, hvorfor det antages at disse selskaber vil fremhæve en rating på deres hjemmeside eller i bæredygtighedsrapport. For at sikre det korrekte antal ratede C25 selskaber er ESG rating agenturerne gennemgået for ratings og disse er derved sikret fra to sider.

Der er valgt at tage udgangspunkt i de mest benyttede ESG-rating agencies blandt C25 selskaberne, da der ikke eksisterer en oversigt over de absolut største bureauer. For at kunne lave en fuldstændig sammenligning ville det kræve nogle få dominerende aktører og flere små (som oftest ville følge branchestandarden meget af vejen). Alternativt kunne en oversigt over godkendte/certificerede bureauer benyttes, men da en sådan ikke eksisterer i samme stil som andre eksterne rådgivere (revisorer, kreditvurderingsselskaber, o.lign.), er der valgt at tage udgangspunkt i de mest benyttede agenturer. Herved sikres der også en relevans i forhold til danske forhold, hvilket i opgaven vil kunne tillade sammenligning af danske standarder og love.

4. Metode

I dette kapitel vil jeg komme ind på den benyttede fremgangsmetode i opgaven i form af benyttet forskningsdesign, teoretisk tilgang og benyttelse af henholdsvis kvantitativ og kvalitativ metode.

Jeg vil i denne opgave benytte mig af empiri opnået fra offentlig tilgængelige data fra børsnoterede selskaber i Danmark samt metodikker fra ESG-rating selskaber. Indholdet af disse data vil blive analyseret gennem forskningsdesign, hvor både den kvantitative og kvalitative metode vil blive benyttet til at anskue informationerne heri. De identificerede data vil blive sammenholdt med teorien for de pågældende områder, herunder inden for ESG, SDG, interessent- og legitimitetsteori.

4.1 Forskningsdesign

Med udgangspunkt i den stillede problemformulering ønskes det i opgaven at anskue forskellene og lighederne i ESG-rating selskaber og deres benyttede metodik. Dette ønskes anskuet ved at undersøge selskabernes offentliggjorte metodikker og gøre disse data kvantitative for analyse formål. På baggrund af dette er der valgt at benytte en komparativ indholdsanalyse. Der er valgt at benytte en komparativ indholdsanalyse da der arbejdes med flere forskellige ESG-rating agencies. Der ønskes en sammenligning af disse og at undersøge forskelle og ligheder imellem den benyttede metodik hos hvert ESG-rating agency.

Den komparative indholdsanalyse er valgt at benytte med baggrund i at denne analyseform bedst passer til den ønskede undersøgelser. Derudover er indholdsanalyse oftest benyttet til undersøgelser af ESG- og CSR-rapportering (Russo-Spena 2018).

Der vil udover kvantificeringen af indholdsanalysen også blive taget stilling til den fundne information og ved en kombination af analyse af sprogligt brug og præsentation i metodikker (eller mangel på samme), konkludere på ERA'ernes metode til vurderinger.

4.1.1 Kodning af data

Som led i brugen af indholdsanalyse vil der i opgaven blive foretaget kodning af den opnåede kvalitative information fra gennemgang af metodikker og anden forklarende dokumentation fra ERA'er. Hertil er der udarbejdet et kodningsskema hvorfra registrering vil ske (se bilag 3). For at

muliggøre anskuelse af de fundne svar er det valgt at give ét ja-svar en værdi på 1 og et nej-svar en værdi på 0. Det er valgt kun at skelne imellem 1 og 0 da de udvalgte spørgsmål ikke er vurderet at give mulighed for en vurdering af efterlevelse på f.eks. en skala fra 1-5. Brugen af ja eller nej er vurderet mere retvisende end en skala da der er tale om beskrivelser der kan være svære at kvantificere på en skala uden at disse bliver for subjektive.

Kodningen af dataene er opdelt i to dele hvor første del består af en undersøgelse af ERA'ernes metode og handlinger. Første del er opdelt i tre underdele for at anskue processen for en ESG-rating. Disse tre underdele er, input, udarbejdelse og output. Første underdel vedrørende input vil fokusere på den information ESG-rating agenturerne benytter sig af til at foretage deres rating, samt hvilken type data der benyttes. Anden underdel vedrørende udarbejdelse vil fokusere på forhold som ERA'erne tager stilling til under deres rating. Den tredje og sidste underdel vil kigge på det resultat der er en ESG-rating. Den anden del af kodningen består af en undersøgelse af benyttelse af standarder inden for ESG og bæredygtighed samt henvisning i ERA'ernes metodik til FN's 17 verdensmål.

Den første underdel af kodningen er bl.a. opstillet med spørgsmål vedrørende den benyttede data til ESG-ratingen samt hvorvidt der er en offentlig metodik. Spørgsmålet om brug af offentlige data er undersøgt for at afdække hvorvidt ESG-ratingen baserer sig på data der også er kendt af interessenterne. Tilgængeligheden af offentlig metodik er inkluderet da dette er væsentligt for muligheden for at forstå hvordan den givne ESG-rating er beregnet. Inputtet er generelt vurderet væsentligt da dette ligger grundlaget for beregningen, og derved også muligheden for at forstå beregningen og verificeringen af de data benyttet.

Den anden underdel vedrørende udarbejdelsen fokuserer specielt på om ERA'erne opgør deres score på baggrund af væsentlige forhold for de ratede virksomheder, herunder sektorbenchmarking. Dette er vurderet væsentligt da de indledende undersøgelser har givet en indikation af et større brug af sektorbenchmarking som en vigtig måde at kunne anskue væsentlige ESG-risici. Ved en anskuelse ud fra væsentlighed vurderes der at blive opnået en bedre og mere retvisende rating da denne kunne vurderes ud fra relevante forhold.

Den tredje underdel fokuserer på outputtet af ESG-ratingen og herunder hvordan scoren bliver præsenteret og med eventuel anden information. Den eventuelle anden information er prøvet at blive identificeret i forsøget på at se hvordan ERA'erne differentierer sig i forhold til den information ESG-ratingen giver.

Den anden del af kodningen undersøger sammenhængen med standarder inden for ESG-rapporteringen samt sammenhængen med SDG. Sammenhængen med standarder inden for ESG-rapportering er valgt for at undersøge mulige sammenhænge imellem de benyttede KPI'er, og hvorvidt disse er opsat efter egne "regler" eller følger eksisterende standarder. Der er her valgt at undersøge sammenhæng til standarderne GRI, PRI, SASB og IIRC. Disse fire standarder er udvalgt da de er nogle af de fremtrædende standarder inden for ESG-rapportering og dækker næsten alle aspekter af ESG (UNCTAD 2018). Formålet med sammenholdning til SDG er valgt for at undersøge hvorvidt nogle af ERA'erne inkorporerer SDG i deres analyser som en baggrund for hvorfor deres valgte KPI'er beregnes som de gør.

De opsatte punkter i kodningen er opsat på baggrund af indledende undersøgelser af metodikken hos ERA'erne. Dette er gjort da der ved opgavens udførelse ikke har været kendskab til lignende opgaver eller undersøgelser hvorfra erfaringer har kunnet hentes i forhold til gode grundspørgsmål eller nye spørgsmål til brug for yderligere udbygning af kodningen.

Formålet med kodningen af dataene er muligheden for kvantificering heraf og analysering af de kvantificerede data. En analyse af de kvantificerede data vil tillade en mere overskuelig behandling af de identificerede informationer og en bedre præsentation af disse.

4.2 Kvalitative og kvantitative metoder

Den kvalitative og kvantitative metode adskiller sig ved brug af målbare og ikke-målbare data. Den kvalitative data benyttes typisk ved interviews, observationer og feltstudier. Her ligger der vægt på indsamling af informationer der kan danne grundlag for tolkninger og forståelse. I denne opgave benyttes vil den kvalitative data blive benyttet i ikke-målbare data fra årsrapporter og metodik beskrivelser fra ERA'er da der her er tale om en større samling af formuleringer og præsentationer der ikke umiddelbart er målbare. Her vil der blive taget stilling til de præsenterede informationer og forsøgt skabt en forståelse for baggrunden og årsagen til denne præsentation.

Derudover vil den kvalitative metode også blive benyttet til at danne grundlag for indholdsanalysen som nævnt ovenfor hvor kvalitative data vil blive systematiseret og stil op således at dette vil blive kvantitativt.

Den kvantitative metode benyttes til analyse og undersøgelse af målbare data i form af undersøgelser, statistisk databehandling og hvor data bruges beskrivende eller kortlæggende. Det er grundet målbarheden i denne data muligt at analysere til brug ved præsentation og kan bruges til at undersøge en generaliserbarhed. I denne opgave vil kvantitative data blive benyttet til brug ved kodning af en indholdsanalyse som nævnt i foregående afsnit. Denne kvantitative undersøgelse vil blive brugt til at sammenligne metodikken hos ERA'er, og analysere om der er nogle ligheder imellem disse.

4.3 Kildekritik

Der vil i denne opgave blive taget løbende stilling til kilders reliabilitet og validiteten. Reliabiliteten sikrer at den foretagne analyse vil basere sig på korrekt og upartisk data der ikke er influeret af holdninger der gør at data'en vil være væsentlig forkert. Reliabiliteten vil i opgaven blive sikret ved brug af kilder så tæt på den oprindelige kilde. Der vil ikke blive benyttet nogle primære kilder da disse ikke er tilgængelige. Dog vurderes det at informationer fra de sekundære og tertiære kilder til denne rapport vil være udspring af primære kilder i de tilfælde der er tale om rapporter fra selskaber hvor transaktioner registreres i realtid. Yderligere vil der blive benyttet sekundære og tertiære kilder til opgavens analyse i form af eksterne rapporter, redegørelser af metodikker, artikler fra tidsskrifter og aviser samt artikler og undersøgelser fra universiteter og internationale organisationer. Der vil i opgaven blive taget stilling til alle benyttede kilder. Der vil dog kun blive gjort opmærksom på eventuelle forhold der kan påvirke reliabiliteten fra kilden såfremt et sådant forhold identificeres. Ellers vil stillingtagen til kilderne ikke blive nævnt.

Validiteten vil fastholdes ved delkonklusioner og referencer undervejs i opgaven til den stillede problemformulering. Dette vil være med til at sikre den fremførte information er aktuel for besvarelsen af problemformuleringen.

5. Litteratur og teori

I dette kapitel vil litteratur og teori der ligger til grundlag for forståelsen af ESG-rating agencies og besvarelsen af opgaven blive gennemgået. Dette vil i kapitlets først del blive gjort i et litteraturafsnit hvor litteratur der danner baggrunden for forståelsen af ESG-rating agencies vil blive bragt frem. Kapitlets anden del vil bestå af den teori der udgør baggrunden for ESG og anskuelsen af ESG og ESG-rating agencies.

5.1 Litteratur

Dette underafsnit vil beskæftige sig med litteratur omhandlende ESG-rapportering og ERA'er. For at skabe en forståelse for hvordan ESG og ERA'er bliver anskuet vil der blive kigget på eventuelle problemstillinger samt undersøgelser der har tilstræbt at undersøge samme problemstilling som denne opgave har stillet. Derudover vil afsnittet tilstræbe at identificere relevante teorier til gennemgang i næste afsnit.

ERA'er benyttes i stigende grad ved investeringsbeslutninger, da disse giver en bedre overskuelighed af ESG-rapportering, og samtidig kan bidrage til at forstå hvordan virksomheder håndterer ESG risici. Det er blandt disse selskaber svært at vurdere den umiddelbare forskel imellem metodik og præsentation. Der er lavet næsten ingen undersøgelser der søger at sammenligne ERA'erne, og de som er lavet, har været meget overfladiske. Delvist på grund af præsentation, men ligeledes på grund af den store mængde af udbydere og herunder af data for hver enkel udbyder der ville udgøre en analyse.

En større interesse for brugen af ESG-ratings har medført en større inddragelse af disse i investeringsbeslutninger. Med tanken om at gode ESG-ratings, dannet på baggrund af god håndtering af ESG-forhold, ville derfor kunne virke som grundlaget for en sikker og profitabel investering. En sådan korrelation kan dog ikke ses som værende en sikkerhed for en god investering. I en undersøgelse fra 2018 (Serafeim 2018) viste sammenhængen imellem en uændret ESG-rating og aktiekursen ikke altid at hænge sammen. Serafeim fandt at gode og dårlige nyheder godt kunne påvirke aktiekursen for selskabet i positiv og negativ retning, til trods for en stabil ESG-rating. Undersøgelsen fandt tilfælde hvor selskaber var udsat for negativ medieomtale hvor aktiekursen blev påvirket negativt og derved var bæredygtighedstiltag undervurderet på grund af

den negative omtale. En sådan sammenhæng ville med en udelukkende finansiell rapportering være naturligt, men med idéen om en stærkere finansiell position ved ESG-rapportering taler dette imod denne idé. Såfremt markedet hverken prissætter eller vurderer et selskab ud fra de tilgængelige ESG-forhold er en sådan information ikke nyttig, og selskabet vil derfor ud fra en væsentlighedsbetragtning kunne vurdere om det er relevant for dem at rapportere på ESG.

Brugen af ESG-rapportering er vurderet som havende en manglende linse der vedrører muligheder i forbindelse med shared value (Kramer, Porter & Serafeim 2019). De fremsætter deres syn på hvordan ESG-rapportering enten ikke bliver benyttet af investorer eller kun ses som en faktor i risikovurderingen af virksomheden. De taler her for at benytte begrebet ”Creating Shared Value” (CSV) som en mulighed for at identificere potentialer i virksomheder ud fra ESG-rapportering. Der findes mange historier hvor et selskab ved at kigge på sine omgivelser ud fra CSV har kunnet lede en virksomhed frem til en uudnyttet forretningsmulighed eller effektivisering. Porter, Serafeim og Kramer mener at CSV er bedre som styringsværktøj til investeringsanalyse da ESG-rapportering igennem ERA’er hurtigt kan komme til at blive uvæsentligt. Dette baserer de på at rapportering på nogle ESG-forhold kan være uvæsentlige for selskabets drift og sektorspecifikke forhold. En vurdering fra et ERA på baggrund af uvæsentlige faktorer, kan skabe en sminket rapportering der ikke giver nogen reel værdi for virksomhedens aktuelle tilstand.

5.2 Teori

Dette underafsnit sigte at klarlægge teori der ligger grundlaget for besvarelse af den stillede problemformulering for opgaven vedrørende identifikation af forskelle og ligheder imellem den benyttede metodik hos ERA’er. For at kunne forstå centrale teorier og arbejde med disse i opgaven er der nedenfor foretaget en gennemgang af de relevante teorier. Ved at forstå de forskellige teorier vil det være muligt at analysere hvilke forskelle der eksisterer imellem de forskellige ERA’er.

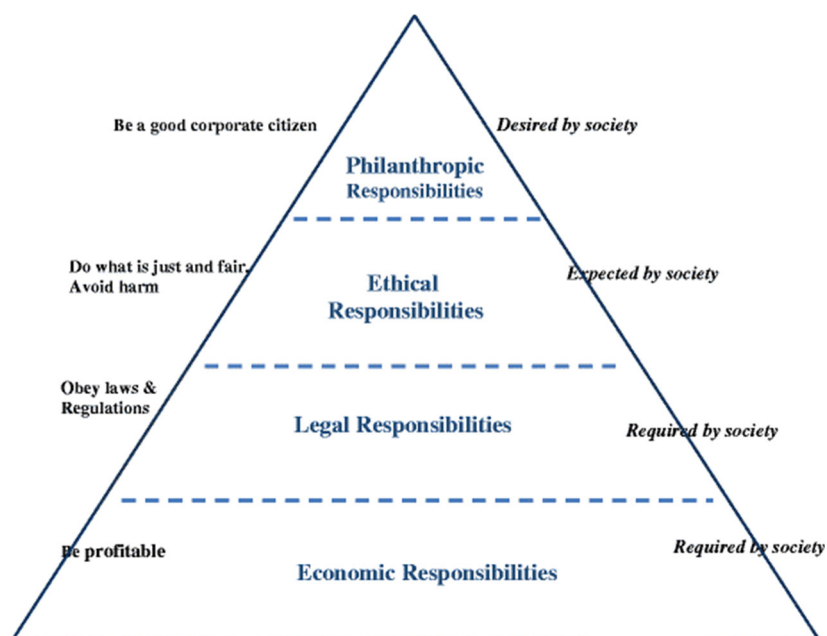
5.2.1 CSR

Corporate Social Responsibility (CSR) er et begreb der historisk har haft mange forskellige definitioner. I 1979 beskrev Archie B. Carroll følgende for hvordan CSR begrebet skulle anskues:

“Corporate social responsibility encompasses the economic, legal, ethical, and discretionary (philanthropic) expectations that society has of organizations at a given point in time” (Carroll,

2016). Overordnet kan CSR beskrives som virksomheders måde at håndtere økonomiske, sociale og miljømæssige problemstillinger og samtidig møde forventningerne fra både kapitalejere og udefrakommende interessenter.

I 1991 opsatte Carroll en model i form af en pyramide for, hvordan begrebsrammen fremsat i 1979 kunne opdeles. Denne er præsenteret i figur 1 nedenfor og indeholder fire ansvarsområder; økonomisk, juridisk, etisk og filantropisk.



Figur 1 - CSR-pyramiden visualiseret af Carroll

Nedenfor er hvert ansvarsområde uddybet for forståelse af de forskellige områder med start fra nederste niveau i pyramiden.

5.2.1.1. Økonomisk niveau

Det økonomiske ansvar går ud på at samfundet selskabet opererer i forventer at selskabet er økonomisk ansvarligt over for dette. Det forudsætter at selskabet er profitabelt. Kun ved at være økonomisk ansvarlig og kunne agere selvstændigt tillader samfundet at selskabet tager en profit. Når selskabet opnår profit, tilfalder værdi ligeledes til alle selskabets interessenter. Dette niveau bygger derfor på samfundets krav til ansvarligheden til at agerer alene.

5.2.1.2. Juridisk niveau

Selskaber er som økonomiske enheder blevet tildelt juridiske rettigheder af samfundet i operer i. De tildelte juridiske rettigheder tillader selskabet at indgå aftaler, men ligeledes også rettigheder som juridisk entitet. På baggrund af tildelingen som juridisk enhed forventer samfundet at selskabet overholder gældende love og regler. Det indebærer at agerer som enhver anden borger i samfundet og betale sin skat, følge regler for regnskabsaflæggelse og lignende love specifikke for selskaber. Det juridiske niveau er ligeledes fremsat af samfundet som værende et krav.

5.2.1.3. Etisk niveau

Det tredje niveau vedrører selskabets etiske ansvar. Et ansvar der ikke er fastlagt ved lov, men hvor det i stedet er en forventning til hvordan selskabet forventes af agere. Forventningen dækker over at selskabet agerer på en måde, der er i stil med god praksis og ikke udnytter samfundet eller på anden måde agerer imod lovens intentioner. Et eksempel kan være at selskabet ikke beriger sig på bekostning af dets medarbejdere, leverandører eller samfundet. Det kan også være i situationer hvor det lovmæssigt er muligt for virksomheden at gøre noget, men en sådan handling vil stride imod de etiske holdninger der er i samfundet til god skik. Dette kan være en skiftende ting, og vil derfor ikke kunne fastsættes for hvad god etik er. Dette følger dog typisk normer, standarder og idé om best practice.

5.2.1.4. Filantropisk niveau

Det sidste og øverste ansvarsområde i pyramiden vedrører filantropi, som hverken er påkrævet eller forventet af samfundet, men i stedet ønsket. Filantropi kan komme til udtryk ved at selskabet giver igen til samfundet. Dette kan være på flere forskellige måder, men vil oftest komme til udtryk ved måder hvorpå selskabet hjælper samfundet med økonomisk støtte eller viden. Da selskabet udøver filantropi ud fra et ønske om at støtte samfundet og ikke ud fra et krav eller en forventning er filantropi op til virksomheden selv. Carroll nævner dog at stort set al CSR-rapportering i dag inkluderer filantropi.

5.2.2 SDG

Sustainable Development Goals (SDG) blev lanceret i 2015 af FN i forbindelse med deres Envision 2030 plan. Denne plan havde til formål at informere og inspirere den store private sektor til at adoptere og drive en inklusiv og bæredygtig udvikling og velstand. Dette er gjort ved at fremsætte 17 individuelle mål med hver deres emne. Igennem disse mål sigter FN efter at sikre en bæredygtig

udvikling på tværs af landegrænser og sektorer. Idéen er blandt andet at dette kan ske ved creating shared value.

5.2.2.1. Creating Shared Value

Creating Shared Value (CSV) blev i 2006 fremført som et tillæg til teorien om CSR (Kramer & Porter 2006). CSV bygger på idéen om at selskaber ved tre forskellige måder kan skabe værdi, både for deres egen virksomhed, samt deres kunder og leverandører. Forslagene fra Porter og Kramer kan opsummeres til tre områder (produkter og markeder, value chain, og cluster development) hvorved virksomhederne kan skabe shared value. Ved ordentlig håndtering af CSV har virksomhederne mulighed for at opnå en markedsfordel ved at skabe værdi i samfundet der efterfølgende vil komme dem selv til gode. Ved at følge CSV opfylder virksomhederne både et problem eller en efterspørgsel i samfundet samtidig med at der skabes værdi for dem selv og deres handelspartnere. Det er heri essensen af CSV ligger.

5.2.3. ESG

Environmental, Social and Governance (ESG) er principper der første gang blev præsenteret i rapporten Who Cares Wins (FN 2004). Principperne blev udviklet af FN og det Schweiziske udenrigsministerium. Idéen bag principperne var at rapportering på ESG-forhold er nødvendig for at kunne konkurrere succesfuldt på et mere globalt og konkurrencepræget marked. Med ESG-rapportering ville selskaberne kunne skabe større værdi for kapitalejere ved at opnå bedre styring af risici, forudsige regulatoriske indgreb eller vurdere nye markeder. Samtidig ville selskaberne kunne bidrage til en bæredygtig udvikling i de samfund de opererer i.

Resultatet af rapporten blev forslag til virksomheder, investorer, konsulenter, regeringer, børser og finansielle institutioner for hvordan udbredelsen af ESG skulle fremmes. Rapporten hævder tydeligt at kun ved integrering af principperne fra alle aktører kan en fuld integrering af ESG være succesfuld. Ved en fuld implementering kan dette ultimativt bidrage til et styrket og mere modstandsdygtigt investeringsmarked samt fremme bæredygtig udvikling.

5.2.4 Legitimitetsteori

Legitimitetsteorien påstår at for at selskaber kan operere må de fastslå deres legitimitet til at eksistere. Dette skal forstås ved at teorien fastslår der er en social kontrakt imellem selskabet og det samfund selskabet opererer i. Selskabet skal derfor leve op til de forventninger samfundet har

til denne for at kunne retfærdiggøre sin eksistens og operation. Den sociale kontrakt går på at selskabet bliver påvirket lige så meget af samfundet som samfundet bliver påvirket af selskabet. Der findes utallige eksempler på disse hvor et selskab (eller for den sags skyld en enkeltperson), kan have ageret imod de forventninger der har været til deres ageren fra samfundet.

Legitimiteten er ikke en fast størrelse, hvilket gør den svær at operere med. Denne er i stedet skiftende i samfundet afhængig af tid og sted, og hvad der kan anses som værende i orden det ene sted kan være ilde set et andet. Såfremt selskabet ikke formår at efterleve de forventninger der er fra den sociale kontrakt, snakker man om at der her opstår illegitimitet.

5.2.5. Interessentteori

Interessentteorien (Shareholder Value) kan groft deles op i tre forskellige versioner, hver version mere samfundsorienteret end den forrige. Interessentteorien er vigtig at forstå i forbindelse med kravet og forventningen til ledelsens handlinger i et selskab.

Den første form af interessentteorien vedrører den oprindelige form af shareholder value. Her er der et klart forhold imellem hvem der er interessenten og deraf hvilke interesser ledelsen skal varetager. Interessenten er udelukkende kapitalejerne, heraf shareholder, og ledelsen har kun ét mål for øje hvilket er maksimering af udbyttet til kapitalejerne. I denne form tages der ikke stilling til etiske forhold som underbetalt arbejdskraft eller miljømæssige påvirkninger da disse ikke anses som værende væsentlige for kapitalejerne. Tillige vurderes det i denne form som værende forkert ledelse såfremt kapitalejernes penge bruges på sådanne samfundsmæssige tiltag.

I den anden form for interessentteorien, koalitionspektivet, fungerer ledelsen som mægler i forhold til at løse eventuelle koalitioner imellem interessenterne. Det samfundsmæssige ansvar dækker kun over specifikke krav interessenterne stiller til f.eks. arbejdsforhold og produktansvar. Ledelsen er således ikke stillet over for yderligere etiske ansvar, da det maksimale afkast for kapitalejerne fortsat er det vigtigste.

I den tredje form ændres forholdet således at der ikke er tale om shareholders (kapitalejere), men stakeholders (interessenter). Forskellen hertil fra første og anden form vedr. at interessenterne ikke længere kun er isoleret til kapitalejerne. Denne form er integreret med idéen om at selskaber også har et samfundsansvar, og ligger sig op ad forholdet med en social kontrakt imellem selskabet og

samfundet denne opererer i, som nævnt i afsnittet om legitimitetsteori. Det er i denne form anerkendt at virksomheden har behov for interessenterne (dette være sig medarbejdere, leverandører, kunder mv.) lige så vel som interessenterne har behov for virksomheden. Virksomheden skal her opveje sine miljømæssige og sociale konsekvenser mod de økonomiske. Denne form ligger op ad FN's 17 verdensmål da virksomheden her agerer med et ansvar for det samfund denne opererer i. Virksomheden kan derfor på kort sigt godt underbetale sine medarbejdere eller forurene det miljø denne befinder sig i. Dette vil dog på længere sigt ikke være holdbart da medarbejderne ved for lave lønninger ikke vil kunne betale for fornødenheder og services som andre virksomheder tilbyder. Dette betyder nedgang hos én virksomhed som vil kunne sætte en dominoeffekt i gang som i sidste ende påvirke den første virksomhed.

6. Redegørelse

Dette kapitel vil præsentere de ERA'er, der er valgt at undersøge i denne opgave. Der vil i præsentationen blive forklaret hvordan og på baggrund af hvilke data ERA'erne foretager ESG-ratings.

6.1 Præsentation af ESG-rating agencies'

Denne opgave vil fokusere på fem forskellige ESG-rating agencies; MSCI, Global 100, CDP, ISS ESG og Sustainalytics. Disse fem er valgt på baggrund af hvor mange gange, de har været nævnt på hjemmesider eller årsrapporter hos de danske C25 selskaber (se bilag 2). De fem udvalgte agenturer er udvalgt på baggrund af følgende; MSCI, CDP og Global 100 er udvalgt da disse har klart flest C25 virksomheder ratet. ISS ESG og Sustainalytics er udvalgt med en haphazard metode af de agenturer som havde tre ratings af C25 selskaber.

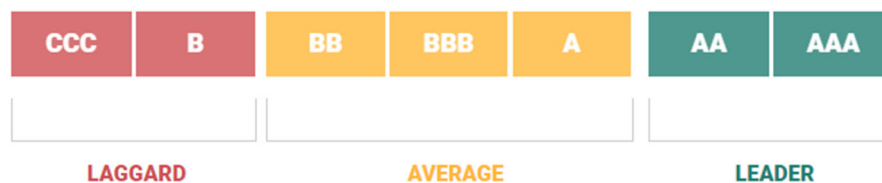
6.1.1. MSCI

MSCI blev grundlagt i 1969, og har siden skabt mange benyttede indekser til benchmarking. Selskabet definerer selv sit formål som værende at skabe større transparens i det finansielle marked og tillade investorer at træffe bedre beslutninger for en bedre verden (MSCI 2020). MSCI ESG

Research blev lanceret i 2010 og er en af de største udbydere af ESG-ratings (Comstock & Humer 2017) med ratings af over 8.000 selskaber på verdensplan.

Som oplyst i selskabets metodik (MSCI 2019) for ESG-ratings, benytter dette sig af 37 ESG key issues. Derudover benytter selskabet sig af mange tusinde datapunkter til brug i deres analyse. Herunder nævner selskabet selv at tage udgangspunkt i bl.a. følgende datakilder; årsrapporter, bæredygtighedsrapporter, mediesøgninger og statslige og akademiske databaser. Andre datakilder som anvendes, kan vedrøre sektorspecifikke informationer om selskabet, informationer om sektoren eller selskabets geografiske arbejdsområde. Kort sagt prøver MSCI at kigge på så mange forskellige informationskilder som muligt. Dette gør de for ikke blot at give en rating baseret på historiske begivenheder, men lige så vel at kigge på risici og muligheder i markedet, der kan påvirke et selskab. Der er flere eksempler på, hvordan MSCI har ændret et selskabs score negativt på baggrund af nye informationer og forhold der senere har vist sig at påvirke selskabets aktiekurs (Bloomberg 2018).

MSCI benytter sig af en skala, der strækker sig fra den bedste rating, AAA, til den dårligste, CCC, til rating af selskaber (se figur 2). Denne score fortæller, hvordan selskabet præsterer sammenholdt med andre selskaber i den pågældende sektor. MSCI har vurderet hver score med henblik på at give en vurdering af hvordan selskabet håndterer ESG, om det er bagud i sektoren, gennemsnitlig i sektoren eller leder i sektoren.



Figur 2 - Rating skala fra MSCI

For at gøre deres ratings relevante og følge principper om væsentlighed inddeler MSCI alle ratede selskaber i en sektor. Hver sektor indeholder nogle specifikke risici og muligheder, og det er derfor relevant at have denne inddeling for at sikre den bedste og mest korrekte rating af et selskab. Dette betyder også at et selskab vil blive vurderet i forhold til præstationen af andre selskaber i sektoren.

Dette betyder, at det ikke udelukkende er miljømæssige forhold, der vurderes ud fra, og Selskab A kan derfor præstere bedre på næsten alle ESG-forhold end Selskab B, men såfremt Selskab B præsterer bedre i sin sektor, vil Selskab B få en bedre score end selskab A. Ved brug af MSCI's ratings er det derfor vigtigt at forholde sig til de ratede selskabers sektor.

6.1.2. Global 100

Global 100 listen er et indeks fra Corporate Knights (CK) der årligt udgiver en liste med de 100 mest bæredygtige virksomheder. Selskabet beskriver sig selv som værende et medie der fokuserer på sammenhængen imellem virksomheder og samfund.

Global 100 listen er som denne antyder en liste hvorefter de 100 mest bæredygtige virksomheder fremgår. CK udarbejder listen én gang årligt og denne baserer sig på offentlig data selskaberne selv har publiceret. Ifølge deres metodik (CK Global 100 2019) baserer deres beregning af scoren sig på 21 KPI'er. Heraf er der 8 hoved KPI'er som virksomheder der rates vurderes ud fra uanset sektor. De resterende KPI'er vil blive tilvalgt afhængig af væsentlighed for selskabet og dennes sektor.

For at udvælge selskaberne, der skal fremgå på listen, benytter CK sig af en screeningsproces. Screeningsprocessen har til formål at frasortere virksomheder der ikke overholder minimumskravene. Kan alle fire minimumskrav ikke overholdes frasorteres et selskab og kommer ikke med på Global 100 listen. De fire minimumskrav er:

1. Praksis for præsentation af bæredygtighed.
2. Finansiell stabilitet
3. Produktkategorier
4. Sanktioner

Første punkt vedrørende praksis for præsentation af bæredygtighed går på at et selskab skal have offentliggjort minimum 75% af de ikke universelle prioritets KPI'er for selskabets sektor for at kunne blive kvalificeret. Andet punkt vedrørende den finansielle stabilitet afgøres ved at kigge på selskabet ved brug af Piotroski's F-score. Her skal selskabet have en score på minimum 5 for at kunne blive kvalificeret. Dette betyder at et selskab skal kunne opfylde minimum 5 ud af 9 forhold.

Herved sikres en vis form for finansiell stabilitet, hvilket følger CSR pyramidens nederste trin. Det tredje punkt om produktkategorier går på at et selskab ikke må være involveret i bestemte brancher eller sektorer da disse anses som værende modsigende for en bæredygtig udvikling. De fraserterede produktkategorier dækker f.eks., men er ikke udtømmende til, tobak, olie, våben, industriel kødproduktion, gambling og blokering af klimalovgivning. Det sidste niveau er sanktioner der dækker over at selskaber som er en del af den nederste fjerdedel af CK Financial Sanctions fravælges på baggrund af betalte bøder for forhold vedrørende; brud på menneskerettigheder, miljømæssig forurening, prisfastsættelser, brug af børnearbejde og lignende uetiske forhold.

Alle disse fire punkter sikrer at selskaber der bliver ratet helt eller delvist efterlever forhold omkring CSR og interessentteorien, hvilket derved sikrer en bedre efterlevelse af SDG og bæredygtig udvikling.

De selskaber som rates bliver inddelt i sektorer og bliver herefter rangeret internt i deres sektor. Herefter inkluderes de i den samlede Global 100 liste hvor kun en andel af selskaberne fra sektoren medtages. Andelen fra hver sektor der inkluderes bestemmes af sektorens samlede størrelse i det store finansielle marked, og sikrer derved at selskaberne er præsenteret repræsentativt. Dette skaber dog også en mangel på selskaber som præsterer godt set overordnet, men som ikke er stærke nok i forhold til sektorens vægt. Dette betyder at det i forbindelse med brugen af Global 100 listen er vigtigt at forholde sig til repræsentationen af sektorer på den samlede liste, og huske denne ikke er udtømmende.

6.1.3. CDP

CDP, tidligere kendt som the Carbon Disclosure Project, er et selskab der tillader selskaber at rapportere på deres miljømæssige forhold, deres styring af vandressourcer og håndtering og brug af skov. CDP er meget fokuseret på håndteringen af ressourcer som ovenstående tre områder viser. Præsentation af klimapåvirkning er den væsentligste faktor hos CDP, og den kategori som alle selskaber rapporterer på. Rapporteringen om håndtering af vand- og skovressourcer er nyere tiltag og ikke er lige så udbredte, men der er til trods for dette stadig flere selskaber som rapporterer herpå. Her kommer væsentlighedsbetragtningen dog også ind, da det for mange virksomheder er

langt mindre relevant, hvis overhovedet, at rapportere på vand og træ som ressourcer afhængig af forretning. CDP adskiller sig her fra andre ERA'er ved at have fokus på disse ressourcemæssige forhold, og ikke have et bredere spænd såsom andre SDG'er. Dette gør også den givne score mindre aktuel for en bredere ESG-forståelse, men sikrer en langt bedre rapportering på de tre forhold. Da forholdet om klimapåvirkning er klart størst og rapporteret af flest, er der valgt at fokusere på dette. Kigger man på metodikken² for forholdet om klimapåvirkning måler CDP på 45 hoved KPI'er. Hertil er der mange underspørgsmål til hver hoved KPI. Spørgsmålene har både kvalitativ og kvantitativ karakter, og dækker over rapportering om Scope 1 og 2 udledninger af klimagasser, til hvorvidt selskabet har integreret klima ind i deres forretningsmodel.

CDP beror sig på data direkte fra selskabet der ønsker at præsentere igennem dem, og tager derfor ikke udgangspunkt i offentliggjort data. Dette betyder at selskabet af eget initiativ skal indberette de krævede informationer. På grund af dette er det også muligt for investorer eller andre interessenter at forespørge præsentation igennem CDP. Her har CDP mulighed for at henvende sig til virksomhederne og fortælle der er givet udtryk om at de præsenterer deres klimapåvirkning eller håndtering af vand- eller skovressourcer.

CDP inddeler en virksomhed i sektorer, hvor hver sektor har specifikke spørgsmål der relaterer sig til sektoren. Et selskab kan kun vurderes ud fra én sektor, men har mulighed for at svare på spørgsmål der vedrører andre sektorer også. Sektoren et selskab hører til bestemmes ud fra andelen af omsætningen til hver sektor. For at kunne besvare spørgsmål for en given sektor, skal minimum 20% af omsætningen tilfalde denne sektor. Den sektor hvor størstedelen af omsætningen tilfalder sættes som selskabets hovedsektor.

² Selskabets metodik for 2019 er ikke længere tilgængelig via deres hjemmeside, men er i stedet uploadet som særskilt bilag for korrekt reference.

CDP benytter sig af en rating model hvor hvert selskab tildeles en rating på baggrund af deres performance. Denne rating går fra A til D- og giver derudover også en vurdering af hvordan selskabet præsterer sammenlignet med sektoren. En inddeling i hvor godt man præsterer på baggrund af scoren er vist i figur 3.



Figur 3 - Rating skala fra CDP

Scoren opnås ud fra en kvantitativ metode. For hvert spørgsmål er der et antal point man kan opnå. For hvert område tælles pointene sammen og divideres med det totale antal mulige point og en procentdel af dette bestemmes. Dette sammenholdes så med vægtningen for hver kategori og afgør hvor efter gennemgang af alle områder den samlede score. For yderligere gennemgang af metoden for score tildeling henvises der til seneste version (CDP 2020) af denne.

Det er for CDP værd at bemærke at der her kun er fokus på SDG'erne 6 (vand), 13 (kamp mod klimapåvirkning) og 15 (bæredygtig håndtering af skove). CDP fokuserer derfor kun på udviklingen inden for de ressourcemæssige og klimapåvirkende mål.

6.1.4. ISS ESG

Institutional Shareholder Services (ISS) blev grundlagt i 1985 med formålet at styrke investorer og selskaber med langsigtet og bæredygtig vækst ved at leverer data af høj standard, indsigter og analyser. Et skud på denne stamme er ISS ESG som er ISS's fokus på at tillade investorerne at integrere ESG i deres bæredygtige investeringspolitikker og fremgangsmåder. Hertil leverer ISS ESG-data om bæredygtighed af forskellig grad.

ISS ESG opdeler sine ratings (produkter) i forskellige kategorier, og disse er ikke samlet under én score. Det er muligt kun at få adgang til én score, men dette vil ikke give et fuldt billede af alle relevante ESG-forhold. For at danne et overblik over hvilke ydelser ISS ESG tilbyder er dette opsat i en tabel nedenfor.

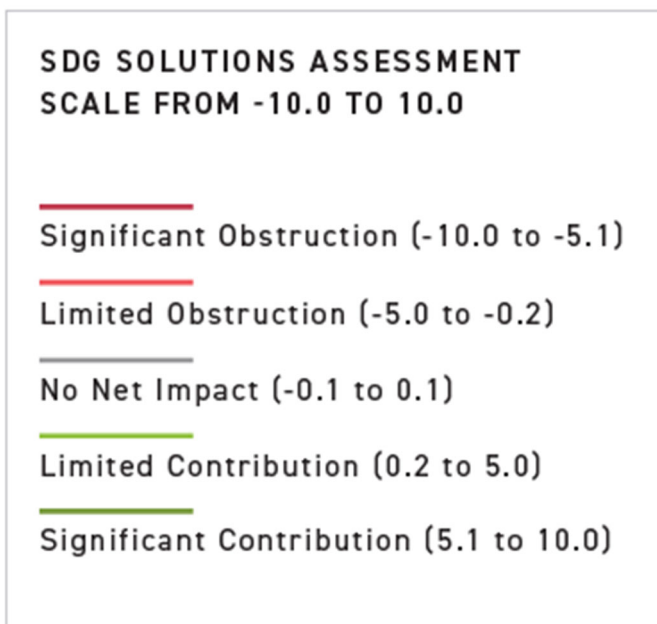
ISS ESG	
<u>ESG ratings & rankings</u> - ESG corporate rating - ESG country rating - Governance qualityscore - E&S disclosure qualityscore - Sustainability bond rating - Carbon risk rating - Custom rating	<u>ESG index solutions</u> - Turnkey index solutions - Custom index solutions
<u>Impact & UN SDGs</u> - SDG solutions assessment	<u>Advisory services</u> - RI policy development
<u>Screenings & controversies</u> - Norm-based research - Controversial weapons - Sector-based - Energy & extractives - Global Sanctions - Country controversy - Funds	<u>Engagement</u> - Pooled engagement
<u>Climate Solutions</u> - Carbon & climate data & advisory - Carbon risk rating - Energy & extractive screening - Climetrics	<u>Platforms</u> - Orbit - DataDesk

Tabel 1 - Oversigt over serviceydelser fra ISS ESG

Her kan det ses at der er en hovedopdeling hvortil der er mange underprodukter til hver kategori. Der er i denne undersøgelse valgt at kigge på kategorien Impact & UN SDGs. Dette er gjort på baggrund af de selskaber fra C25 som har haft ISS ESG nævnt på deres hjemmeside eller i deres årsrapport har nævnt ISS-eokom som værende det de har fået en score på. ISS-eokom har ikke været mulig at identificere ud fra hjemmesiden (ISS ESG 2020), men vedrører sustainability solution assessment. Dette er vurderet at være mest i overensstemmelse med underproduktet SDG solutions assessment (ISS-eokom 2020).

Det udførte arbejde fra ISS er kun tilgængeligt for de institutionelle investorer og selskaber som ISS arbejder sammen med. På baggrund af dette er en scorer ikke tilgængelig, og metodik er på baggrund af dette også begrænset. ISS oplyser ikke hvad man kan få adgang til, men der er ved en adgang til deres platforme formentlig adgang til alle scores, hvorfor en investor vil kunne opnå det fulde billede af et selskab ud fra analyser af ISS. Samlet med analyser af governance forhold, ESG-rating, sammenholdelse af FN's verdensmål og hjælp til udvikling af principper og politikker for ansvarlig investering er investoren umiddelbart stillet med tilstrækkelige redskaber for at foretage ansvarlige investeringer der hjælper fremmelsen af verdensmålene, vurderer virksomhedens CSR og bidrager til CSV. Nedenfor vil metodikken for SDG solutions assessment blive gennemgået.

ISS ESG's produkt SDG solutions assessment har til formål at vurdere et selskabs produkter og hvorvidt disse har en positiv eller negativ effekt på at opnå FN's verdensmål. Idéen med dette er at investorer herved vil få en forståelse for hvordan et givent selskabs produkter kan påvirke arbejdet mod FN's verdensmål i positiv eller negativ grad. Dette gøres ved at identificere produkter eller services virksomheden udbyder. Herefter findes der for hvert produkt procentdelen af den samlede omsætning, en produktscore (som findes ved at identificere hvilken produktkategori produktet vedrører) og SDG solution score (som findes ved at kigge på selskabets mest markante påvirkning). Ud fra disse forhold gives en score der fordeler sig som vist i figuren højre for.



Figur 4 - Rating skala fra ISS ESG (SDG solution assessment)

Løsningen fra ISS ESG giver adgang til 75 forskellige datapunkter som deres analyse opdeles på.

For at give et tilstrækkeligt grundlag for brug i denne opgave er ESG Corporate Score ligeledes gennemgået da det vurderes at denne er mere i stil andre ERA'er og skal fungere i samspil til SDG

solution assessment. Dette gøres da det antages at en investor vil være i besiddelse af begge, og en positiv vurdering af selskabets produkter, ikke nødvendigvis vil være brugbar såfremt selskabet har en generelt dårlig score på ESG overordnet. ESG corporate score fra ISS ESG er derfor kort gennemgået nedenfor.

ESG corporate scoren er ligesom SDG solution assessment ikke offentlig tilgængelig, og der er heller ikke nogen offentlig metodik til dette område. Dog er der ligeledes beskrivelser af processen som indebærer fordeling af rating samt områder der foretages vurdering ud fra. Hver rating for selskabsscoren baseres på en kvalitativ og en kvantitativ del. Den kvalitative del består i en tilknyttet kommentar fra en analytiker der kommenterer på det tre hovedområder hvorpå der laves en kvantitativ gennemgang. Disse områder er delt ind i ESG områderne. Hertil er der nogle universelle vurderingspunkter og sektorspecifikke. Der benyttes en pulje på 800 spørgsmål, hvoraf 90% er sektorspecifikke, til vurderingen. Den opnåede score er derfor en score der er baseret på sammenligning med sektoren. Score der tildeles fordeles som vist nedenfor.



Figur 5 - Rating skala ISS ESG (ESG corporate score)

For hver industri identificeres der fem key issues som repræsenterer over 50% af den samlede vægt i scoren. ISS benytter sig af offentlige data fra årsrapporter, bæredygtighedsrapporter og andre offentliggørelser. Dette gøres for at sikre en konsistens i dataene og ikke lad vurderingen blive påvirket af holdninger fra analytikere.

Ved brug af ISS ESG-score er det altså meget væsentligt at gøre sig klart hvilken rating der er tale om så disse ikke bliver blandet sammen. Derudover kan denne være svær at bruge og omsætte til brug selv såfremt man ikke er tilknyttet servicen fra ISS som institutionel investor.

6.1.5. Sustainabilitytics

Sustainabilitytics er et forholdsvis nyt selskab til at udbyde ESG ratings. Selskabet startede først i 2018 med deres ESG-ratings hvorfor de er en af de nyeste. Dog adskiller den rating, Sustainabilitytics giver, sig fra andre ratings. Hos Sustainabilitytics kalder de det for en ESG Risk Score. Heri ligger at

selskabet ikke kun kigger på hvordan en virksomhed har håndteret ESG forhold og rapporteret på disse. I stedet benytter Sustainalytics sig af en model hvor der tages udgangspunkt i ESG-risici der er forbundet med en virksomhed og dennes sektor.

Der er ikke nogen offentlig metodik³, men selskabet oplyser flere forhold på deres hjemmeside og i andre dokumenter om deres fremgangsmåde. Ud fra Sustainalytics' brochure om ESG Risk Ratings oplyser de fordelene for brug af denne løsning i syv punkter:

1. Finansiell væsentlighed
2. Todimensionel linse
3. Flere risikofaktorer
4. Sammenlignelighed
5. Solidt fundament
6. Stærkere signal
7. Præcis forskning af kontroverser

Den finansielle væsentlighed dækker over at Sustainalytics kun kigger på ESG forhold som er væsentlige for et selskab, og derfor også hvilke forhold der er væsentlige for investorer og andre interessenter. Den todimensionelle linse er Sustainalytics egen måde at anskue ESG risiciene på. Her tages der udgangspunkt i hvilke risici der er for et specifikt selskab ud fra sektoren og eventuelle specifikke risici selskabet måtte være udsat for. Disse sammenlignes med hvor godt ledelsen har håndteret disse risici. Tredje punkt vedrører niveauet af risici. Disse bestemmes ud fra faktorer som forretningsmodeller, finansiell styrke, geografi og kontroverser. Fjerde punkt drejer sig om at modellen fra Sustainalytics tillader sammenlignelighed på tværs af selskaber og sektorer til bedre styring af eventuelle fonde og indekser som styres af investorer ud fra en ESG-vurdering. Det solide fundament går ud på at en ESG risk rating er fuldt integreret med en corporate governance rating. Det sjette punkt omhandler at udvidede analyser og risiko beskrivelser tilbyder dybere indsigt i en ESG risk rating. Det sidste punkt går ud på at Sustainalytics ved brug af

³ Der fremgår et link på hjemmesiden med mulighed for at downloade et dokument med metodik. Her er det påkrævet at man skal udfylde sine kontaktoplysninger for at få et link til download. Dette er dog forsøgt flere gange (og har virket ved download af andre dokumenter fra samme hjemmeside), men det har ikke været muligt at få et link til download.

ovenstående punkter opnår en forståelse for virksomheden, og ud fra historisk forskning kan tillægge den rette vægt til risici afhængig af dennes væsentlighed.

Ovenstående beskriver også hvilken måde Sustainalytics vurderer selskaber på hvor der er stort fokus på den todimensionelle linse kombineret med en uddybende beskrivelse og undersøgelse af risikoforhold. Disse forhold kommer til udtryk i en rapport fra Sustainalytics der har følgende indholdspunkter:

- A. Kategorisering af selskabet ud fra de fem risiko niveaur: Negligible, low, medium, high and severe.
- B. Sammenlignen af risk score mod industrien.
- C. Præsentation af ESG-issues selskabet er eksponeret imod ud fra sektor og selskabsspecifikke faktorer.
- D. Måling og forklaring af størrelsen for hvor udsat selskabet er for ESG og hvor godt selskabet håndterer risiciene. (Forklaring på risiko niveau)
- E. Material ESG Issues (MEIs) bliver identificeret og bragt i fokus.
- F. Måling og forklaring af størrelsen for hvor udsat selskabet er for ESG og hvor godt selskabet håndterer risiciene. (Forklaring ud fra ovenstående figur med håndtering af risici).

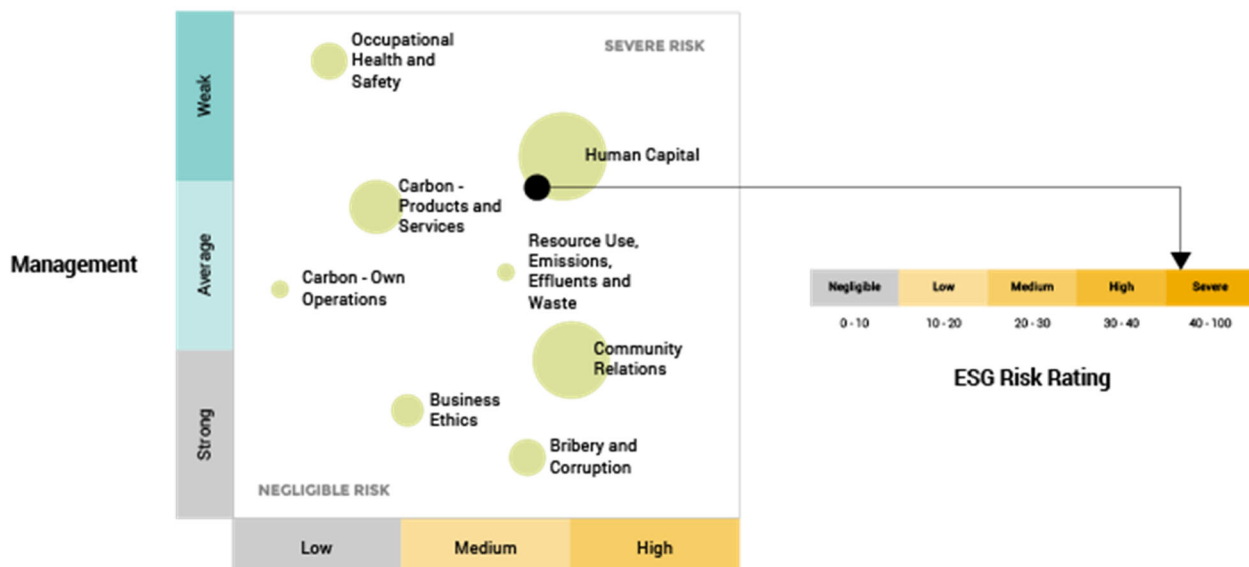
Modellen for den todimensionelle linse er visualiseret nedenfor med en kort beskrivelse af hvert step i processen.

1. Der laves en sortering på den totale eksponering af alle risici. Herefter frasorteres risici som ikke kan undgås (dette vil kunne skyldes den branche man er i, og muligheden for at håndtere branchespecifikke risici, hvor nogen aldrig vil kunne elimineres helt).
2. Herefter tages der højde for den andel af risici der er håndterbare, og deres performance bliver reflekteret i opsatte politikker, programmer, praksisser og kvantitative målinger af performance.
3. Ud fra viden om risici og de tiltag der er taget herimod vurderes hvilke risici selskabet har håndteret, og hvilke de ikke har håndteret tilstrækkeligt, eller slet ikke. Dette deles op i managed risk og unmanaged risk (se billede nedenfor).



Figur 6 - Visualisering af den todimensionelle linse fra Sustainalytics

Når denne vurdering er lavet kan en ESG risiko placeres på en akse med eksponering (x-aksen) og ledelsens håndtering (y-aksen). Heraf kan det også ses hvordan en given risiko ville blive tildelt en score på Sustainalytics skala med fem trin som nævnt ovenfor.



Figur 7 - ESG Risk Rating fra Sustainalytics

Selskabet tilbyder udover deres ESG Risk Rating også flere andre produkter under området ESG-integration. Disse produkter er bl.a. ESG data, Corporate Governance Rating, Carbon Risk Rating og Country Risk Ratings. Der er derudover også en produktkategori der hedder compliance & screening. Da Sustainalytics er en betalingsportal og det derfor ikke er muligt at se samspillet imellem disse rapporter og den udviklede platform er det svært at sige hvorvidt disse andre produkter er nødvendige for at have den fulde forståelse for et selskabs ESG-forhold. Tages der udelukkende udgangspunkt i produktet ESG Risk Ratings ligger dette mere op af teorien om CSV. Der er derfor ikke en fuld integrering af alle FN's verdensmål, såfremt man udelukkende ser på ESG risk rating.

7. Analyse

I forlængelse af præsentationen af hvert ERA-selskab, vil der i dette afsnit blive foretaget en analyse af de resultater gennemgang af metodik, White Papers, brochurer og hjemmesider har givet anledning til. Disse vil blive gennemgået ud fra kodeskemaets tre dele; input, udarbejdelse og output.

Datagrundlaget benyttet i denne analyse, er som udgangspunkt metodikker fra ERA'erne selv med beskrivelser af deres fremgangsmåde, samt hvilke forhold, heri KPI'er, de benytter sig af til at udregne en ESG-rating. Ud af de fem ERA'er der er analyseret, er der kun fundet en offentlig metodik på tre af disse. De tre tilgængelige metodikker har været for MSCI, Global 100 og CDP. De ERA'er hvor der derfor ikke har været en offentlig metodik er ISS ESG og Sustainalytics. Manglen på offentlige metodikker vil i denne analyse komme til udtryk ved at nogle informationer ikke har været identificerbare, og skaber derved en manglende mulighed for sammenligning. På baggrund af dette fremgår nogle svar i analysen som et nej, og har derfor fået en værdi i kodeskemaet som 0. Sådanne tilfælde og betydningen heraf vil blive kommenteret nærmere hvor relevant.

Yderligere kan det nævnes at der for MSCI, Global 100 listen og CDP heller ikke er nogen offentlig adgang til yderligere informationer eller rapporter i forbindelse med den offentlige score. Hos CDP får virksomheden mulighed for at offentliggøre en rapport der udarbejdes i forbindelse med de spørgsmål der svares på. For MSCI er der her også muligheden for ved betaling at få adgang til MSCI's løsninger og databaser hvorved der må antages at være yderligere information. For Global 100 listen udkommer der et magasin hvori listen præsenteres. Dette kan dog ikke anses som værende en fyldestgørende rapport for hvert ratet selskab. På baggrund af dette vurderes der derfor at være noget information som ikke er fuldt tilgængeligt, om end analysen viser at de tre nævnte selskaber oplyser om mange forhold for deres beregninger.

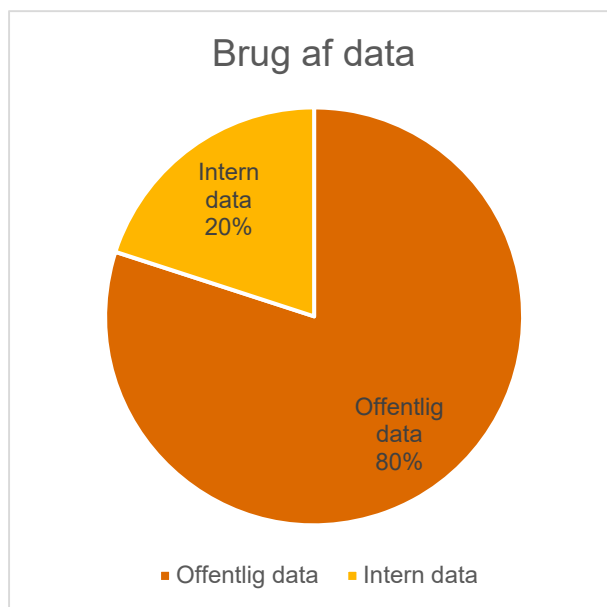
7.1 Input

Den første del af kodeskemaet omhandler, hvilke inputs ERA'erne benytter sig af samt på hvilken baggrund disse data er udvalgt. En viden omkring inputs brugt vil give en forståelse for det datagrundlag ERA'erne benytter sig af.

Indledningsvis er det relevant at kigge på hvilken form for data, der er benyttet. Alle ERA'erne undersøgt, med undtagelse af Sustainalytics, har benyttet offentlig tilgængelige data til at lave deres bedømmelser. For nogle af ERA'erne nævnes dette som værende et bevidst valg for at sikre en sammenlignelighed i den score som udregnes. Ved at benytte sig af offentlig tilgængelige data, sikrer ERA'erne samtidig at det deres ratings/bedømmelser ikke er baseret på data udvalgt af f.eks. én enkelt analytiker. Ved at benytte data udvalgt af én enkelt analytiker, vil

der uundgåeligt komme en delvis subjektivitet i vurderingen, der kunne risikere at have en påvirkning på den samlede score og i værste fald gøre ratingen utroværdig. Derudover sikrer en benyttelse af offentliggjorte data også en vis form for sikkerhed i de benyttede data, da disse ofte vil have en form for påtegning fra en revisor. Med en påtegning fra en revisor, sikres validiteten af den benyttede data. Udover blot at bero sig på denne validitet, får de ERA'er som benytter sig af offentlige data også verificeret dataene af det selskab, der analyseres. Dette er med til at sikre dataene ikke efterfølgende er blevet ændret, og sikre at det enkelt ERA har forstået de benyttede data korrekt. Herved indleder ERA'erne også en eventuel samtale med selskabet som bedømmes, hvilket kan hjælpe i undersøgelsen og bidrage til nye informationer, uddybende forklaringer og eventuelle rettelser i dataene.

Blandt de selskaber som benytter sig af offentlige data, benytter CDP sig af dataene på en anden måde end de andre. CDP beder selskabet, der skal rates, om at indtaste de informationerne, der skal benyttes på deres online platform. De data som opgives, består både af de offentlige data som



Figur 8 - Brug af offentlig og intern data i ESG ratings

CDP beder selskabet om at tage udgangspunkt i, og at nogle oplysninger skal være tilgængelige i den offentliggjorte rapport. Derudover er der flere punkter der vedrører politikker og hvordan selskabet vurderer forskellige forhold (der ikke fremgår af offentlige rapporter), som også inddrages til bedømmelsen.

Et spændende element i den indsamlede data vedrører hvor ofte ERA'erne tager stilling til den givne score og vurderer eventuel ny information. Kun ét selskab, MSCI, oplyser at de løbende vurderer selskabers score ud fra aktuelle begivenheder og ændringer i miljøerne de vurderede selskaberne agerer i. MSCI benytter sig ligeledes af offentliggjorte rapporter, men da kvartalsrapporter ofte ikke indeholder rapportering af ESG, sker opdateringen ved brug af nyheder og andre datakilder. Hverken CDP eller Global 100 listen oplyser hvorvidt de løbende vurderer selskabers score, men oplyser i stedet at de kun årligt tager stilling til den givne score. For ISS ESG og Sustainability har det ikke været muligt at identificere, hvorvidt de foretager en løbende vurdering, eller hvorvidt de kun foretager én årlig justering. At ISS ESG og Sustainalytics ikke oplyser om dette er påvirket af den manglende offentliggørelse af metodik.

7.2 Udarbejdelse

Denne del vil fokusere på udarbejdelsen af en score. Her vil der blive lagt fokus på de faktorer, der gør sig gældende for de respektive ERA'er samt hvad ERA'erne forholder sig til af væsentlighed.

De fleste selskaber benytter sig af en score-metode hvor der tildeles en score ud fra præstationen, om end denne er sammenholdt med sektoren. Særsomt for Global 100 rangerer denne kun de 100 bedste selskaber efter deres vurdering. Dette udelader en rating af mange andre selskaber, hvorimod MSCI, CDP, ISS ESG og Sustainalytics dækker flere tusinde selskaber med ratings.

I udarbejdelsen af en score benytter alle fem undersøgte ERA'er sig meget af den samme fremgangsmetode. Ud fra de indhentede data fastsætter ERA'erne først en sektor som det vurderede selskab skal indgå i. Inddelingen i en sektor har stor betydning for scoren, da denne inddeling benyttes til at fastsætte scoren. Fastsættelsen af scoren bliver gjort på baggrund af både væsentlige ESG-forhold og risici, som selskabet er udsat for som værende operativ i den sektor. Når det vurderede selskab er blevet tildelt en sektor, er det muligt for ERA'erne at fastsætte en

væsentlighed for den enkelte rating. Væsentligheden benyttes til at sikre at der ikke foretages vægtning af informationer uvæsentlige for selskabet. Beskæftiger et selskab sig f.eks. med drift af skov og udarbejdelse af træprodukter, er det væsentligt at kigge på forhold omkring bæredygtigt skovbrug. Så snart selskabet ikke opererer i felt med brug af vand- eller skovressourcer som vigtigt element i en produktion er rapportering herpå uvæsentlig. Det er derfor ikke væsentligt at rapportere om man benytter papir fra certificeret træ i printerne, da dette ikke har nogen reel effekt af selskabets efterlevelse af SDG og ESG-rapportering. Brugen af sektorer har dog også den effekt at en given score skal sammenholdes med andre selskaber i den respektive sektor. Dette vil der blive kommenteret yderligere på i diskussionen.

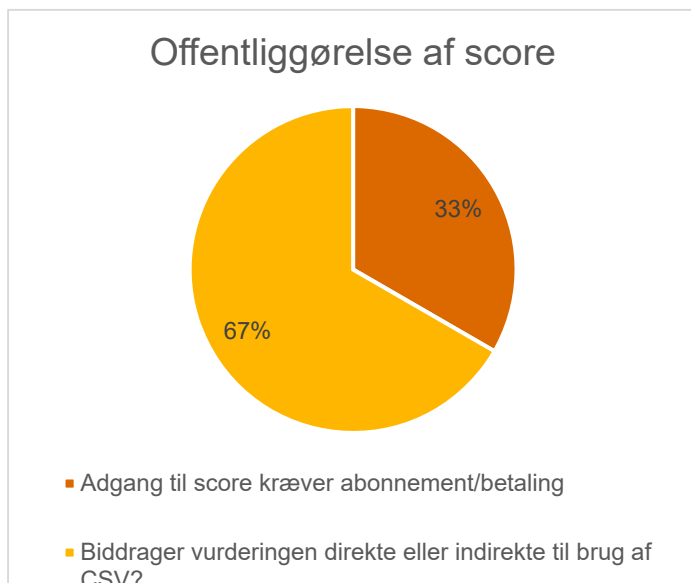
Det sidste analysepunkt i udarbejdelsen drejer sig om brug af historiske data og rapporteringer. Der er her noteret at fire ud af fem ERA'er benytter sig af historiske data og rapporteringer til udarbejdelse af analysen. Dette værende sig årsrapporter, bæredygtighedsrapporter og andre offentliggørelser fra selskaberne der vurderes. CDP er det eneste selskab som ikke gør dette. CDP henviser til at de oplysninger der indtastes i forbindelse med rating fra dem skal være offentlig tilgængelige også, men CDP går ikke aktivt ind og vurderer den årsrapport eller bæredygtighedsrapport som er blevet offentliggjort. CDP beror sig udelukkende på de data der bliver indtastet igennem deres portal fra virksomhederne.

7.3 Output

I tredje del af kodeskemaet er fokus på resultatet af ESG-vurderingerne fra de fem undersøgte ERA'er, og på hvad scoren samt dertilhørende information giver af oplysninger på et vurderet selskab.

Først og fremmest kan det noteres at alle de undersøgte ERA'er har et output i form af en score. Denne score bliver præsenteret forskelligt fra ERA til ERA, men overordnet giver de alle en rangering. For Global 100 listen gives denne rangering som en plads på en top-100-liste, og Global 100 er det eneste selskab som rangerer på denne måde. De resterende selskaber giver en score fordelt på en skala baseret på alt fra 5-12 forskellige punkter. Punkterne dækker typisk over en skala med brug af bogstaver, hvor plusser og minusser inkluderes for at indikere om det er i den høje eller lave ende af den givne score.

Ligesom det blev set i første del af kodeskemaet omkring input data, at ISS ESG og Sustainalytics ikke offentliggør deres metodik, offentliggør begge ERA'erne heller ikke deres ESG scores for selskaberne, de har ratet. At de to ERA'er ikke offentliggør deres ESG scores skyldes som tidligere nævnt, at rangeringer udarbejdet af ISS ESG og Sustainalytics kun er tilgængelige for betalende brugere af de to ERA'er. Derfor har den oplyste rating fra de undersøgte C25 selskaber kun været tilgængelig med udgangspunkt i at C25 selskaberne har delt den med deres interessenter.



Figur 9 - Offentliggørelse af ESG scores blandt undersøgte ESG rating agencies

Efter dette er der på de analyserede punkter meget forskellige tilgange til det materiale ERA'erne producerer. Sammenholdt med teorien om CSV og hvordan et ERA kan gå ind og identificere muligheder er det identificeret at fire ud af de fem undersøgte ERA'er i mere eller mindre grad bidrager til dette. MSCI, CDP og Sustainalytics nævner flere steder, at deres analyser kigger på muligheder inden for bæredygtighed og hvilke muligheder der ligger ud fra hvilke ESG risici der er identificeret for sektoren. For ISS ESG er dette muligt såfremt man inkluderer de tilstødende produkter som ISS ESG og ISS generelt tilbyder. Her er der mange ydelser spredt ud over forskellige punkter, som hos de andre rating-selskaber er inkluderet i analysen. Det må her antages at såfremt der er adgang til ISS's database har man ligeledes adgang til disse oplysninger.

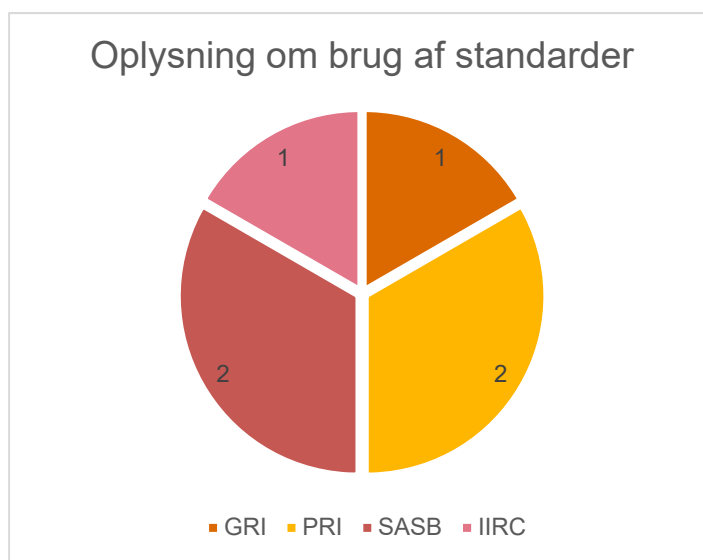
Netop tilknytningen af andre produkter er gældende for både Sustainalytics og ISS ESG. Her er der produkter som helt eller delvist vurderes at være tilknyttet den givne score og en uddybende forståelse af denne. For CDP vurderes det at, til trods for at der ligeledes er en rating for håndtering af henholdsvis vand- og skovressourcer, så kan den givne rating for klimapåvirkning stå alene på baggrund af opbygningen og indholdet af ratingen.

Udover den givne score opgiver ISS ESG, Sustainalytics og MSCI alle tre bemærkninger og vurderinger fra analytikere. Dette gøres i større eller mindre grad hos de tre selskaber, hvor Sustainalytics gør dette mest. Disse bemærkninger kan være generelle bemærkninger såvel som præsentationer for hvordan den givne score skal læses samt give forklaring på hvorfor selskabet får den score denne får. Hertil udbyder Sustainalytics også særskilte bemærkninger til de væsentligste ESG risici for hvert vurderet selskab. Dette bliver præsenteret i den rapport som Sustainalytics laver i forbindelse med gennemgangen af hvert vurderet selskab. For MSCI sker dette i mindre grad ved gennemgang og verificering af de fundne data af en analytiker. Denne analytiker står også for præsentationen, men denne er samtidig meget standardiseret hvorfor der i præsentationen ikke kan komme en markant forskel. Analytikerne har dog en påvirkning på den information der indhentes fra alternative datakilder og skal omsætte hvordan denne påvirker et givent selskab. Hos ISS ESG supplerer en analytiker hver rating i den foretagne ESG corporate rating. Disse sammenholdes med ISS ESG's tre hovedområder for ESG-vurdering vedrørende sustainability opportunities, sustainability risks og governance.

7.4 SDG og brug af standarder

Ovenfor er der gennemgået input, udarbejdelse og output af ESG-ratings. Nedenfor. Vil der blive foretaget en gennemgang af hvordan hvert ERA forholder sig til SDG og brug af standarder.

Ved at kigge på hvordan ERA'erne oplyser om brug eller efterlevelse af standarder, er det kun tre ud af fem, som henviser til et samarbejde med disse om efterlevelse heraf. Ingen af de fem undersøgte ERA'er har oplyst at deres udvalgte KPI'er eller andet direkte er i overensstemmelse med standarderne. Af dem som oplyser de efterlever/samarbejder med en eller flere er det MSCI, CDP og ISS ESG som oplyser om dette. For Global 100 listen og Sustainalytics har det ikke været muligt at identificere information herom. For

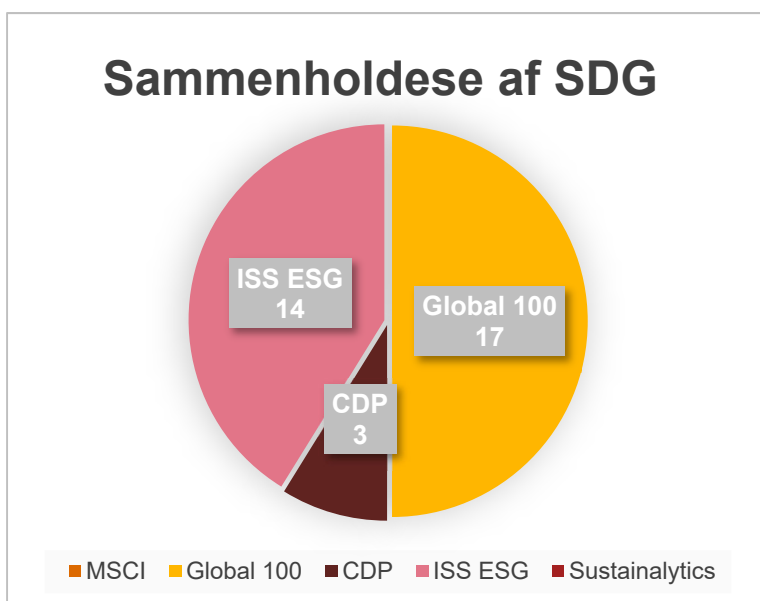


Figur 10 - Brug af standarder blandt ESG rating agencies

de resterende tre ERA'er (MSCI, CDP og ISS ESG), har fordelingen af benyttede standarder summeret sig som vist til højre. MSCI har kun oplyst om brug af én standardudbyder, nemlig PRI. ISS ESG har oplyst om to standarder som er PRI og SASB. ISS ESG har oplyst om tre standarder; GRI, SASB og IIRC.

Der bliver som nævnt ovenfor ikke henvist til beregninger, beslutningstagen af KPI'er eller andet ud fra disse, men ERA'erne oplyser blot at de arbejder sammen med disse. Heraf der CDP klart mest fremtrædende på antallet af samarbejdspartnere.

Retter vi blikket mod inddragelse af SDG i metodik kommer der også her et meget klart billede af hvilke selskaber der har opgjort dette, og hvilke som ikke har. På figur 11 kan det ses, at Global 100 har været klart bedst til at inddrage SDG i deres KPI'er og har i metodikken nævnt hvordan alle 17 SDG'er kan ses i deres udvalgte KPI'er. Om end KPI'erne ikke er krav for alle vurderede selskaber der bliver ratet, har Global 100 inkorporeret alle verdensmålene.



Figur 11 - Sammenholdelse af SDG blandt ESG rating agencies i metodikken

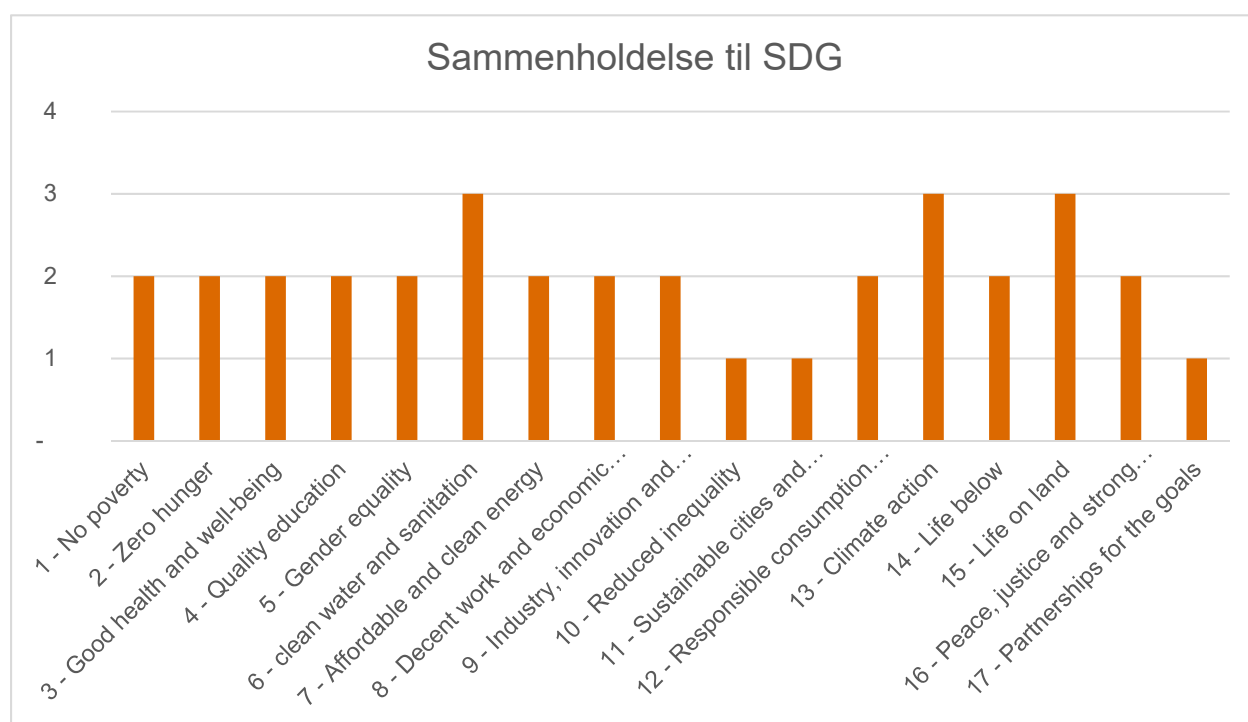
ISS ESG er den ERA som har inkorporeret næstflest SDG'er i deres

vurderinger. Da metodikken ikke har været offentlig tilgængelig, har det ikke været muligt at sammenholde disse SDG'er til særskilte KPI'er eller tjekke disse, men ISS ESG oplyser på deres hjemmeside hvordan de inkorporerer disse i deres vurdering.

CDP er det tredje ERA som har inddraget SDG'erne i deres vurdering. CDP oplyser ikke dette, men det er ud fra deres meget specifikke undersøgelsesramme vurderet at selskabet inddrager disse tre mål som er clean water and sanitation (mål nr. 6), climate action (mål nr. 13) og life on land (mål nr. 15) (Se bilag 3 med oversigt over FN's Verdensmål). Disse tre mål dækker over de tre

områder som CDP undersøger, nemlig klimapåvirkning som er mål nr. 6, håndtering af vandressourcer som er mål nr. 13 og håndtering af skovressourcer der er mål nr. 15.

MSCI og Sustainalytics har ikke oplyst hverken i deres metodik eller hjemmeside om indarbejdelse af FN's verdensmål. Dette er selvfølgelig ikke ensbetydende med, at de to selskaber ikke kigger på disse og har dem inkorporeret i deres vurdering, det kan dog bare konstateres at de ikke gør opmærksom på dette



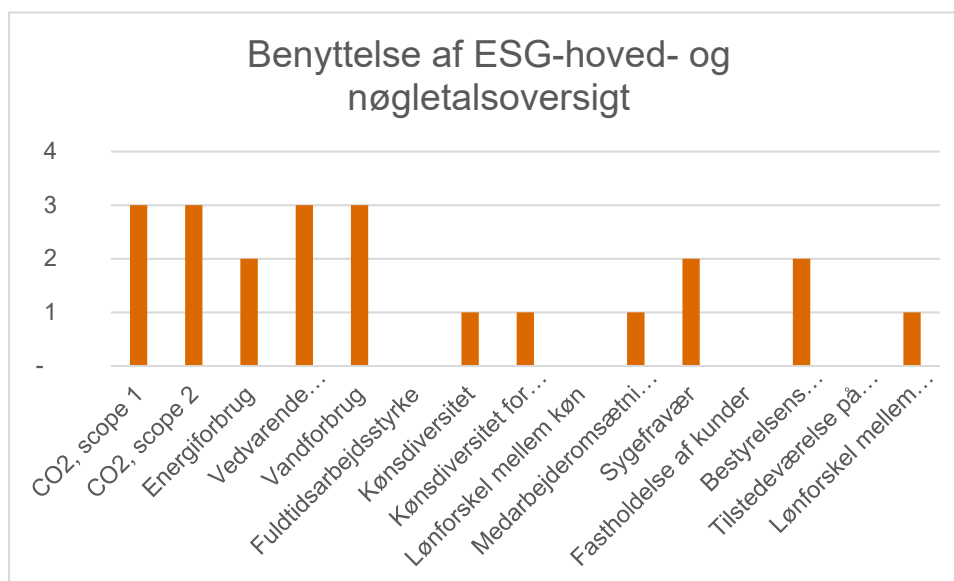
Figur 12 - SDG'er og antal sammenholdelser fra ESG rating agenturer

På figur 12, kan man her se hvilke SDG'er der er blevet sammenholdt med ESG-vurderingerne. De fleste af SDG'erne er nævnt to gange (Global 100 og ISS ESG), og de som er nævnt tre er de mål hvor CDP også indgår. Det kan her ses at mål nr. 10, 11 og 17 er de mål som kun er indeholdt af Global 100. Disse dækker reduceret ulighed (10), bæredygtige byer (11) og partnerskaber for at nå målene (17). Dette er umiddelbart også nogle af de svære mål for selskaber at opnå på egen hånd, hvorfor det også giver god mening at disse ikke er inkluderet hos ISS ESG.

7.5 ESG hoved- og nøgletalsoversigt

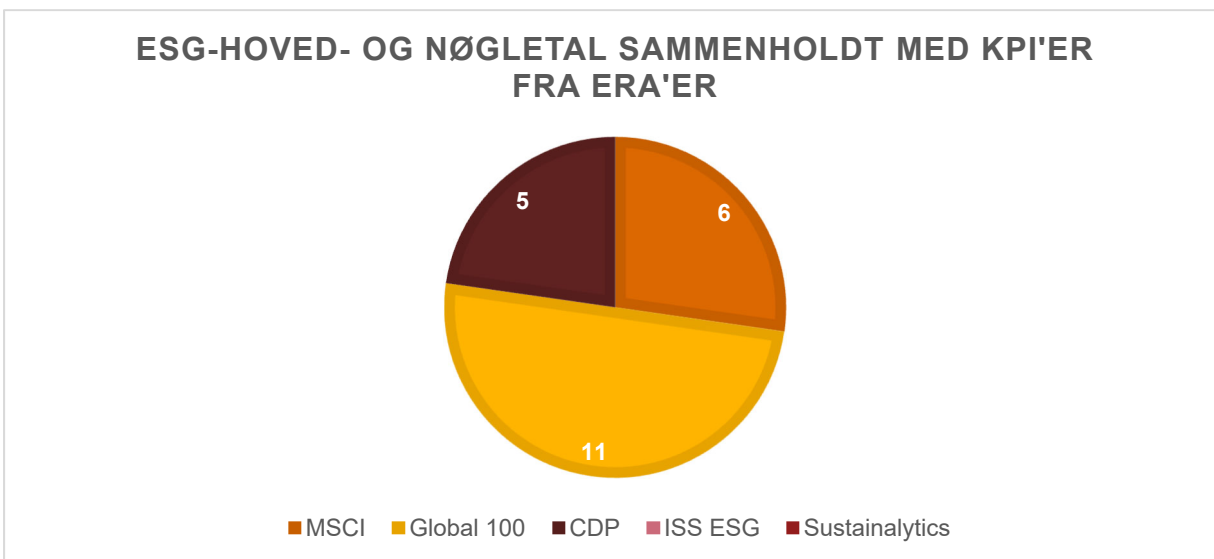
I juni 2019 fremlagde Nasdaq Copenhagen, FSR – danske revisorer, Finansforeningen/CFA Society Denmark og Center for ESG Research en hoved- og nøgletalsoversigt for ESG (FSR – danske revisorer 2019). En oversigt der indeholder femten forskellige KPI'er, som udgiverne foreslog investorer og selskaber tog til sig. Målet er at standardisere rapporteringen af ESG i Danmark, som på nuværende tidspunkt ikke har nogle regler for rapportering af sådanne forhold. I forslaget nævnes det også at oversigten blot er til inspiration, og det er op til den enkelte virksomhed at vurdere hvorvidt disse nøgletal er væsentlige for dem og deres interessenter og om der derfor er nogle af nøgletallene som skal udelades, og nogle andre som måske skal benyttes i stedet. Idet ESG hoved- og nøgletalsoversigten er et nyere dansk eksempel på at ensrette og skabe samhørighed på tværs af ERA'erne i Danmark for deres ESG-rapportering, er forslaget medtaget i denne opgave. En analyse er foretaget om hvilke KPI'er ERA'erne for denne opgave har benyttet sig af (Bilag 6).

Som det er set igennem analysen, er fremgangsmetoden forskellig fra ERA til ERA på flere punkter. Dette gælder ligeledes på de benyttede KPI'er som ERA'erne benytter.



Figur 13 - Sammenhæng af KPI'er imellem ESG-hoved- og nøgletalsoversigt og KPI'er fra ESG rating agencies

I figur 13 kan det ses hvilke KPI'er fra ESG hoved- og nøgletaloversigten fra juni 2019, ERA'erne har inkluderet i deres. Her er det specielt klimapåvirkningen hvor der er stor enighed. For social og governance KPI'erne er disse ikke lige så bredt benyttet og det er kun sygefravær og aflønning af bestyrelsen som benyttes af to ERA'er.



Figur 14 - Sammenhæng imellem ESG-hoved- og nøgletaloversigt og KPI'er fra ESG rating agenturer

Som det kan ses på figur 14 er at det hovedsageligt Global 100 listen, som har benyttet de samme KPI'er som fra ESG hoved- og nøgletaloversigten. Global 100 listen imødekommer elleve af punkterne fra oversigten og rammer derfor bredt på nøgletallen. CDP derimod har kun fem tilfældes, hvilket vedrører nøgletallene om klimapåvirkning, som også er deres primære bedømmelsesfaktorer. Herefter er det kun MSCI der sporadisk har nogle af de samme KPI'er – spredt på environmental, social government. Idet Global 100 listen ikke har opgjort nogen standarder de følger er det svært at sige hvilken linje forslagene fra FSR – danske revisorer følger. Kigger man på publikationen refereres der på de fleste af nøgletallene til at beregningsgrundlaget tager udgangspunkt i Finansforeningens Nøgletalsvejledning og Center for ESG Research (2017). Da Finansforeningens Nøgletaloversigt kun er tilgængelig for medlemmer, er det heller ikke muligt at vurdere baggrunden for beregningerne herfra, og publikationen fra Center for ESG Research er heller ikke tilgængelig.

7.6 Brug af kvantitative og kvalitative KPI'er

Kigges der på de KPI'er som det har været identificerbare fra MSCI, Global 100 listen og CDP, er det muligt at aflæse en forskel i brugen af kvantitative og kvalitative KPI'er. For alle tre agenturer er der en mindre eller større andel af KPI'erne som i deres karakter er kvalitative og som gøres kvantitative ved at tildele point afhængig af svarene. De kvalitative KPI'er drejer sig meget om muligheder indenfor forskellige ESG-områder samt på spørgsmål om hvorvidt der er implementeret politikker for bæredygtighed, klimapåvirkning og incitamentsprogrammer for ledelsen. Her ses det at specielt CDP benytter sig meget af kvalitative spørgsmål som fylder størstedelen af deres KPI'er. MSCI benytter, hvad der må være en blanding af kvalitative og kvantitative, men da MSCI ikke har oplyst beregningsgrundlaget for deres hoved KPI'er, er det ikke muligt præcist at vide om der er tale om en kvantitativ eller kvalitativ KPI. Global 100 benytter sig klart mest af kvantitative KPI'er, og har af deres 21 oplyste KPI'er kun én kvalitativ, der vedrører hvorvidt der er indsat en mekanisme der aflønner den øverste ledelse efter efterlevelsen af bæredygtighedsmål.

Det er på baggrund af dette ikke muligt at se nogen sammenhæng imellem brugen af kvantitative og kvalitative KPI'er i de forskellige ERA'er. Samtidig findes der et mørketal i forhold til ikke-oplyste vurderingspunkter fra de sektorspecifikke vurderinger, som ikke er oplyst hos nogle af de undersøgte ERA'er.

7.7 Opsummering

Den udførte analyse har givet flere interessante vinkler for hvordan ERA'erne benytter sig af data. Dette drejer sig om hvordan data bliver behandlet og præsenteret. Gennem analyse er det set, at de undersøgte ERA'er har gjort minimum brug af standarder for ESG-rapportering. Derudover er det tydeligt, hvordan vinklen på væsentlighed kan være forskellig, men samtidig ikke altid er muligt at vurdere fra ERA til ERA. Derudover den påvirkning på brugen af ESG-ratings fra eksterne bureauer på baggrund af muligheden for at forstå datagrundlaget samt beregningsmetoderne ud fra offentliggjort materiale.

Punkter, der kan give anledning til spørgsmål og vurdering af hvordan disse kan bruges, samt fordele og ulemper vil blive gennemgået i diskussionen.

7.8 Ligheder hos ESG-rating agencies

For besvarelse af opgavens problemformulering og forståelse af sammenligningerne og forskelle af ESG-ratings fra forskellige ERA'er, vil der her komme en opsamling på de ligheder analysen har identificeret.

Ved at kigge på analysens første del omkring data brugt som input, står det her klart, at der er en bred enighed blandt de undersøgte ERA'er om at benytte sig af offentlige data til vurdering af ESG-forhold af selskaber. De offentlig data benyttet inkluderer de vurderede selskabers rapportering af årsrapporter samt bæredygtighedsrapporter, såfremt sidst nævnte er udarbejdet særskilt. Brugen af denne data som primær datakilde og verifikation af den benyttede data hos selskabet, som vurderes, er noget alle selskaber undtagen Sustainalytics praktiserer. Det er her, uden at tage for mange antagelser, forventeligt at dette også er tilfældet for Sustainalytics.

Derudover ses der en bred enighed på tværs af alle fem undersøgte ERA'er om at inddele de vurderede selskaber i sektorer til vurdering af specifikke sektor risici og benyttelse af væsentlighed. Analysen viser at alle ERA'erne har tendens til at have stort fokus på rangering internt i sektorer for på den måde at opnå ratings baseret på sektorspecifikke risici. Der ses derfor ingen tildens til at lave en generel rating over selskaber.

Det sidste punkt hvor alle de undersøgte ERA'er har haft samme praksis har været i udarbejdelsen af en score på en flertrinet skala til rangering af ratede selskaber. Skalaerne svinger i hvordan de er, og som det er nævnt benytter Global 100 listen sig af en rangering, hvorfor denne adskiller sig fra de fire andre.

Ud fra det analyserede materiale kan det altså ses at der ikke er mange ligheder, på tværs af de fem undersøgte ERA'er. Dette er specielt påvirket af ISS ESG og Sustainability som ikke har haft en offentliggjort score eller metodik tilgængelig. Dette giver højst sandsynligt nogle områder, hvor der ikke er fuld enighed, da de oplysninger, der har været tilgængelige, ikke er tilstrækkelige og fyldestgørende. ERA'erne kan derfor siges at være meget diverse i deres fremgangsmåde, hvor de enkelte ERA'er har hver deres specielle fokus for at give deres rating på selskabers ESG-forhold. Et fokus de selv anser som værende bedre end konkurrenterne.

7.9 Delkonklusion

Ud fra pointerne i analysen og præsentationen af ESG-rating agencies, vil her komme en del konklusion med fokus på hvordan hvert ERA differentiere sig og hvilket fokus de hver især har.

Ud over de identificerede ligheder som er beskrevet ovenfor, er der ligeledes identificeret mange differencer iblandt de undersøgte ERA'er. Disse dækker over hvorvidt der benyttes andre datainput end års- og bæredygtighedsrapporter, eller hvad beregningsgrundlaget i form af KPI'er er. En ting som overordnet har adskilt alle de fem undersøgte ERA'er er deres fokus. Her tænkes på det fokus hvert ERA har i forhold til deres undersøgelser i forbindelse med rating, og heraf hvad man kan få af information af scoren.

MSCI har et stort fokus på brug af mange datapunkter der analyserer virksomheders håndtering af ESG-risici og hvorvidt der ageres på disse både rettidigt, men også hvordan. Der sker en løbende opdatering af scoren ud fra nye informationer, og dette kan i løbet af året ændres flere gange hvis en ændring af scoren er vurderet nødvendig. Omvendt til MSCI er CDP hvor fokus er meget smalt på klima- og ressourcepåvirkning hos de undersøgte selskaber. CDP har i stedet valgt at fokusere på en meget dybdegående analyse af tre områder, hvor hvert område undersøges med over 100 KPI'er. CDP undersøger både hvordan virksomheder identificerer og handler på risici vedrørende klima- og ressourcepåvirkning. Her er der stort fokus på håndtering fra ledelsen (governance), om end der ikke er meget fokus på social og governance delen af ESG generelt. Et selskab der har valgt at fokusere på mange små frem for få store, er ISS ESG. Her er der et stort fokus på at give mange små vurderinger af forskellige parametre frem for at inkludere disse i én samlet vurdering. Herved opnås der en mere ren vurdering af hvert område hvorefter disse scores kan benyttes samlet. Sustainalytics har valgt en tilgang der til dels ligner dette. Sustainalytics giver kun én rating, men har stort fokus på identifikation og håndtering af ESG-risici. Særsomt laver Sustainalytics en dybdegående beskrivelse af hver ESG-risici med beskrivelse af risikoen samt hvordan virksomheden, der rates, håndterer denne. Anderledes end alle de andre er Global 100. Her er fokus på at identificere én virksomhed der er den bedste og dette gøres ved brug af kvantitative KPI'er, hvorved der kan måles hvilken virksomhed der er den bedste. Her ligger fokus altså på at finde hvem der er den absolut bedste, og ikke ligesom de andre ERA'er, at identificere hvilke virksomheder der er de bedste i klassen. Ved et næsten udelukkende brug af kvantitative

KPI'er bliver fokus for Global 100 også meget historisk og bedømmelse på handlinger der allerede har fundet sted.

Der er altså mange forskellige aspekter at hver ERA og derfor også den måde hvorpå de differentierer sig i forhold til udarbejdelse af deres rating.

8. Diskussion

Denne diskussion vil fokusere på hvordan de forskellige forhold vedrørende benyttet metodik (og mangel på samme) kan påvirke brugen af en ESG-rating, og den påvirkning forskelligheden kan have. Herved ønskes der at sætte fokus på de forskelle der er imellem metodikken hos de undersøgte ERA'er.

Først og fremmest kan det bemærkes at der ved brug af ESG-rating agencies er en vis usikkerhed i forhold til hvad der vurderes ud fra, og hvordan disse ting påvirker den givne vægt. Samtidig er det svært at sige hvordan disse metoder at måle på afspejler en korrekt vurdering af investeringspotentialet og det vurderede selskabs håndtering af ESG-forhold. Dette er umiddelbart ikke noget som vil kunne besvares ved en analyse af metodikken for disse selskaber, men vil nærmere skulle bestemmes i et studie af hvordan de givne ratings spiller overens med stigninger og fald i aktiekurser og håndtering af ESG-forhold. En sådan analyse kunne være i stil med det udførte arbejde af George Serafeim (2018) hvor sammenhængen imellem ESG-ratings og aktiekurser blev undersøgt.

8.1 Sammenligning med teorien

Der blev i opgavens teori-afsnit gennemgået forskellige teorier der vurderes relevante for anskuelsen af den stillede problemformulering og besvarelsen af denne. I dette afsnit vil nogle af disse teorier blive gennemgået for at forstå sammenhængen til det gennemgåede materiale og den udførte analyse.

ESG og CSR-rapportering er, som det tidligere er beskrevet i afsnittet om CSR, delvist en lovmæssig pligt men mest af alt end etisk forpligtelse selskabet påtager sig i forhold til god etisk skik og rapportering heraf. ESG-rapportering er som udgangspunkt ikke lovpligtigt i Danmark, dog med undtagelse af forhold om CSR og det underrepræsenterede køn, ÅRL §99. At det er en etisk forpligtelse selskaber påtager sig selv betyder at al rapportering om bæredygtighed og ESG er et aktivt tilvalg. Dog kan selskaber blive påvirket af f.eks. et pres fra kapitalejere eller interessenter, for at de skal rapportere på ESG forhold, og de ville hermed rapportere på dette for at efterleve en etisk forpligtelse, der er forventet af samfundet. En sådan rapportering er også med til at tilfredsstille interessenternes ønsker om rapportering og forståelse af virksomheden. Ud fra

bilag 1 er det muligt at se at alle selskaber i C25 indekset laver ESG/sustainability rapportering, enten som en særskilt rapport eller som en del af deres årsrapport. Dette gør de som nævnt ikke fordi det er lovpligtigt, men for at efterleve de interesser, der er i samfundet vedrørende samfundssind i form af ESG. Ved at gøre dette og udvikle deres performance inden for deres relevante ESG-forhold, øger de deres legitimitet i samfundet, de opererer i. Dette hjælper selskaberne til at styrke deres position som fungerende og integreret virksomhed i samfundet.

Rapportering af ESG-forhold kan derfor også ses som værende en del af det etiske niveau i CSR-pyramiden, hvor selskaber rapporterer om dette på baggrund af etiske forventninger. Nogle af de forhold, som det i denne opgave er vurderet, at der er stor tilslutning om rapportering af, er forhold om klimapåvirkning og arbejdsforhold for medarbejdere, herunder skader, sikkerhed igennem pension og forskellen imellem den gennemsnitlige løn og betaling til CEO. Disse forhold udspringer af et ønske fra samfundet om at sikre gode vilkår for selskabernes medarbejdere. Her kan det antages, at Danmark generelt præsterer højt i forhold til resten af verden, da spændet imellem lønninger til medarbejdere og den administrerende direktør ikke er lige så store som f.eks. i USA.

Her er det interessant at kigge på, hvordan ERA'erne passer ind i denne verden ud fra perspektiver om legitimitet, CSR og interessenter. Det er derfor aktuelt at anskue hvori relevansen af ESG-rating agencies består for at bestemme eksistensgrundlaget for disse. Gennem analysen og præsentationen er det beskrevet, hvordan ERA'erne benytter sig af forskellige kvalitative og kvantitative spørgsmål. Ved brug af disse prøver ERA'erne at sammenfatte en vurdering af, hvordan virksomheder håndterer ESG forhold. Som det er nævnt ovenfor, efterlever rapportering af ESG det etiske element i CSR-pyramiden, og brugen af disse informationer til udarbejdelse kan derfor ses som værende et led dette niveau i CSR-pyramiden.

Opgaven for ESG-rating agencies er at forsøge at sammenfatte disse ESG-rapporteringer og give disse en vurdering (ESG-rating) af de informationer virksomheden har oplyst sammenholdt med andre faktorer (sektor specifikke forhold). Det kan diskuteres, hvorvidt der er behov for at ERA'erne gør dette, og hvorvidt investorer og interessenter ikke blot kunne undersøge disse forhold selv ud fra de offentliggjorte årsrapporter. Her er det dog vigtigt at anskue det faktum, at

der ikke eksisterer nogen nationale regler, som bestemmer, hvilke oplysninger selskaberne skal offentliggøre. Sammenligningen af data fra selskab til selskab kan derfor være svær, og anskueligheden bliver derfor hjulpet på vej af ERA'erne, som anskuer mange selskaber ud fra den samme metodik. Et selskab har f.eks. mulighed for at rapportere om en halvering af sit udslip af drivhusgasser fra det ene år til det andet. Her ville det en sammenligning af det samlede udslip sammenholdt med omsætningen f.eks. være nødvendig for at sikre dette ikke er på bekostning af den omsætning eller dertilhørende produktion, selskabet har haft. Derudover kan der være mange informationer et selskab kan oplyse om, som for ikke institutionelle investorer vil være uoverskueligt at sammenfatte, og disse vil samtidig ikke have tid til at udarbejde de samme modeller, som professionelle investorer har.

ERA'erne udfylder derfor en væsentlig rolle for interessenter i form af samling af ESG-data og forhold og komprimeringen af disse til en score, der kan benyttes til forståelse af, hvor godt et selskab præsterer på ESG. Dette vurderes at være tilfældet så længe, der ikke er tilstrækkelige love og regler for rapportering af ESG i års- og bæredygtighedsrapporter. ERA'erne bidrager derudover til en delvis mulighed for at anskue CSV hos de ratede selskaber. Som det er nævnt, har de fleste af ERA'erne en betalingsmur for uddybende analyser og forklaringer til den givne score. På baggrund af dette har interessenter og investorer ikke direkte offentlig adgang til disse forhold, men dette indgår som et vurderingsgrundlag hos flere af de ratede. Dette fortæller at den givne ESG-rating også inkluderer vurderinger af dette.

8.2 Pointer fra analysen

I denne del vil jeg forsøge at kommentere på nogle af de problemstillinger analysen har vist der kan opstå og hvad betydningen af disse er.

Indledningsvist vil vi kigge på brugen af historiske rapporter (årsrapporter og bæredygtighedsrapporter). I analysen blev det fremhævet hvordan fire ud af fem bureauer benyttede sig af historiske rapporter på samme måde, men hvor CDP benyttede disse på en anden måde. Ved at CDP både benytter sig af offentligt data samt af data modtaget direkte fra de vurderede selskaber selv, gør at CDP bygger deres ratings og score af selskaberne andre data end de fire andre ERA'er. De ekstra ikke-offentlig tilgængelige informationer, CDP modtager, giver

herved CDP andre indsigter i selskaberne, som kan bruge til deres samlede bedømmelse. Det står uklart hvorvidt der foretages kvalitetstjek omkring den ekstra information, CDP modtager direkte fra selskaberne. For nogle KPI'er skal der vedhæftes understøttende dokumentation til, så det kan ikke afvises fuldt ud, at den benyttede information ikke tjekkes. Manglende kvalitetstjek og validering af dataene fra et udefrakommende og upartisk parti som f.eks. fra en ekstern revisor, kan dog resultere i at der kan stilles spørgsmålstegn ved troværdigheden af den benyttede information, CDP får fra virksomhederne. Generelt vil det dog være et problem såfremt ERA'er beder om information som ikke verificeres på nogen måde. Dette skyldes at en sådan data kan være ukorrekt såfremt den ratede virksomhed ønsker at få sin præstation til at fremstå bedre.

I forlængelse af diskussionen om benyttet information, kan der her ses på de KPI'er ESG-rating agenturerne benytter, og hvorvidt der er tale om kvantitative eller kvalitative spørgsmål. Den kvantitative data er betydeligt nemmere at benytte til beregning af en score ud fra vægtning og gennemsnit af nogle parametre. Det kan også ses hvordan Global 100 listen benytter sig næsten udelukkende af kvantitative KPI'er. Værdien af de kvantitative KPI'er er muligheden for at måle på disse, og det afspejler noget konkret som en handling eller mangel på samme. Kvantitative KPI'er er derfor i forbindelse med økonomiske analyser nemmere at forholde sig til og inkludere i beregninger. De kvalitative KPI'er kan dog også bidrage med meget vigtig information. Herunder specielt fokus på CSV, og hvordan virksomheder er forberedt på at håndtere forskellige ESG-risici. Baseret på kvaliteten af de kvalitative informationer virksomhederne stiller tilgængelig, og som ERA'erne heraf kan benytte sig af, kan der være vigtige informationer, som ikke er repræsenteret i de kvantitative tal. Overordnet kan disse to metoder sidestilles med at de kvalitative data vedrører nutiden og fremtiden, hvor de kvantitative data er historiske (dette er de nødt til for at kunne være målbare og opgøres på et korrekt grundlag). Skal en ESG-rating derfor være aktuel i forhold til at kigge fremadrettet, er denne nødsaget til at indeholde kvalitative KPI'er.

Kigger man på de givne ESG-ratings og hvorvidt disse er offentlige samt om metodikken er offentlig var det her tilfældet at både ISS ESG og Sustainalytics hverken havde offentliggjort ESG ratings for alle selskaber de har ratet, og metodikken var derudover heller ikke tilgængelig. Dette kan have en påvirkning på, hvordan disse ratings kan benyttes for interessenter ud over de institutionelle investorer. I og med det ikke er en sikkerhed for at alle selskaber, som har fået

foretaget en rating offentliggøre deres score (se bilag 1), kan man ikke bero sig på, at det altid er muligt for alle interessenter at sammenligne på tværs af alle selskaber i en sektor. Dette vil få den betydning at en score ikke vil kunne sammenlignes med andre selskaber i sektoren, og derved vil denne ikke være særlig brugbar i sin funktion til at informere og fortælle om hvor godt selskabet gør det generelt og i sektoren. Det kan derfor argumenteres at en sådan rating ikke skal vises eller fremhæves i selskabets rapporter eller hjemmeside ud fra en betragtning af væsentlighed. Væsentligheden i dette vil være at interessenterne, som ikke er institutionelle investorer, ikke vil have nogen brugbarhed ved at medtage ratingen. Herved vil den ikke påvirke regnskabsbrugernes og interessenternes, beslutningsgrundlag og indtryk af selskabet.

Det er i analysen set hvordan de fem undersøgte ERA'er alle benytter sig af sektorbenchmarking. Herved bliver den tildelte ESG rating påvirket af, hvordan sektoren agerer, og dette kan give en lavere rating sammenholdt med selskaber i andre sektorer. Et eksempel på dette kan være følgende. Selskab 1 får en middel rating i sektor 1, som generelt er god til styring af ESG-forhold. Et andet selskab, selskab 2, får en ESG-rating, der er over middel til god, i sektor 2. Sektor er måske dårlig til styring af ESG-forhold. Kigger man derfor udelukkende på den givne ESG-rating vil selskab 2 fremstilles bedre end selskab 1. Dette kan dog være påvirket af den generelt dårlige håndtering af ESG-risici i sektor 2, hvor selskab 2 så blot performer bedre end gennemsnittet i sektoren. Selskab 1 kan derfor godt være bedre på mange parametre sammenlignet med selskab 2. Denne forskel der kommer imellem to selskaber ud fra sektor betragtningen kan derfor have en påvirkning på, hvordan investorer og interessenter agerer. Ønsker man kun at have A-listede selskaber i sin portefølje, ville man måske kunne være bedre stillet med A- og B-listede selskaber fra én sektor, men kun de A-listede i en anden. Ser man bort fra et forsøg på en sådan sammenligning, bidrager sektorbenchmarkingen til at identificere hvilke selskaber, der håndterer fremtidige ESG-risici bedst (forudsat at dette er en del af processen i udarbejdelsen af ratingen).

8.3 ESG-hoved- og nøgletaloversigt

Tager man et kig på hoved- og nøgletaloversigten fra FSR publiceret i 2019 er det her interessant at kigge på de foreslåede 15 KPI'er som FSR og Nasdaq Copenhagen anbefaler, der bliver offentliggjort. Først om fremmest er det her muligt at konstatere at disse KPI'er udelukkende beror sig på kvantitative data. Sammenlignet med de KPI'er, der er undersøgt fra MSCI, CDP og Global

100 listen, har denne oversigt fuldstændigt afholdt sig fra kvalitative KPI'er. Som det i opgaven er blevet set, har disse kvalitative KPI'er mulighed for at assistere investorer og interessenter i form af forståelse for, hvordan et selskab håndterer ESG risici. Som der er blevet nævnt i analysen, afdækker de kvantitative KPI'er historiske hændelser, hvorimod de kvalitative KPI'er vender sig mod nutid og fremtid. Med dette in mente afdækker oversigten fra FSR kun historisk data. Hvorvidt udeblivelsen af kvalitative KPI'er er en passende praksis eller ej afhænger af, hvordan man derfor kigger på rapporteringen af ESG-forhold. Skulle man tale for at kvalitative nøgletal ikke skal være med, skal dette være med begrundelsen af at det er svært at måle kvalitative nøgletal, og derfor også svært at sætte op præcis måden hvorpå der skal rapporteres. For at imødekomme rapportering af kvalitative nøgletal, vil der være behov for en ny måde at rapportere, der udfordrer de ellers kendte rapporteringsmetoder.

Derudover vil en inklusion af kvalitative nøgletal kunne lede til subjektive præsentationer fra det vurderede selskab, og en præsentation af sådanne informationer vil aldrig kunne blive fuldstændig uden bias. Rapportering af ikke finansielle informationer gøres dog allerede til dels, hvis man ser på §99a jf. ÅRL. Argumentet for at disse skal inkluderes kunne være, at det skaber en bedre forståelse for andre forhold, der kan have med driften at gøre. Dette kan f.eks. være informationer om hvorvidt ledelsen vil blive aflønnet efter opnåelse af ESG-mål, som en af KPI'erne hos Global 100 listen er. Sådanne informationer er nemme for en virksomhed at svare på, uden at det bliver subjektivt. Samtidig vil det give interessenterne en bedre forståelse for aktive handlinger og tiltag, som en virksomhed foretager sig.

Det er på baggrund af dette svært at sige præcis, hvordan den perfekte sammensætning af KPI'er for en ESG-rating bør være. Det er dog tydeligt, at denne består af både kvantitative og kvalitative KPI'er, og at denne inddrager idéerne om CSV og en linse med ESG-risici med hertil hørende muligheder.

8.4 Opsummering

Dette afsnit har givet indsigt i, at der er mange forskellige faktorer, der spiller ind i en ESG-rating, at hver metodik skal ses for sig selv, og for hvad denne fortæller. Der er nogle ligheder imellem

de forskellige ERA'er, men disse er dog begrænsede, da dette til dels kun er meget overfladisk og ikke håndterer dybere aspekter af ESG-ratings og ERA'erne.

Det er også blevet klart, at der er mange fordele og ulemper ved brugen af ratings fra ESG-rating agencies. Man skal ved brugen af ERA'er være meget opmærksom på, hvad der præcis fortælles med den givne rating, og hvordan denne afspejler virksomhedernes præstation på ESG, i forhold til hvad der måles på. Så længe der ikke eksisterer nogen lovpligtige standarder, vil det formentlig være svært at kunne bruge en ESG-rating uden at kende baggrunden for beregningen af denne. Det vil dog nok være svært at lovgive fuldstændigt på området, og såfremt der kommer lovgivning herom, vil dette formentlig dreje sig meget om de kvantitative KPI'er. Der vil derfor nok altid være en mulighed for subjektive antagelser og heraf identifikationer af risici og muligheder for virksomheder som ESG-rating agencies vil kunne specialisere sig i at forudsige og undersøge. Heraf vil ERA'erne kunne bidrage til den øgede forståelse af hvordan forskellige faktorer i samfundet og økonomien

9. Konklusion

I denne opgave er der forsøgt at besvare følgende problemformulering;

Hvordan differentiere ESG rating agenturerne; MSCI, Corporate Knights Global 100, CDP, ISS ESG og Sustainalytics sig fra hinanden i deres benyttede metodik til ESG-rating af selskaber?

For yderligere at scope spørgsmålet var følgende underspørgsmålet stillet;

3. Hvad er metodikken for hvert enkelt af de fem udvalgte ESG-rating agencies?
4. Hvad er effekten af de forskellige ESG-rating agenturers metodikker for ESG-rating?

Der er i opgaven undersøgt metodik for de fem udvalgte ESG-rating agencies (ERA'er); MSCI, Global 100, CDP, ISS ESG og Sustainalytics. For at undersøge hvordan de forskellige ERA'ere differentierer sig fra hinanden, er de forskellige ERA'ers metodikker blevet præsenteret samt analyseret ud fra offentlig tilgængelige data.

Det kan konkluderes, at den primære difference for de fem forskellige ERA'er er baseret på det fokus den enkelte ERA har haft vedrørende ESG-forhold.

MSCI har i deres metodik vist et stort fokus på at benytte sig af mange forskellige datakilderpunkter, der tillader MSCI at lave en løbende kontrol med selskaberne under vurdering og derved har MSCI mulighed for at regulere den givne rating såfremt dette vurderes relevant.

CDP har i modsætning til MSCI haft en mere indskrænket tilgang, hvor deres fokus har været på at undersøge klima- og ressourcepåvirkning med en undersøgelse af hvert område ved brug af over 100 KPI'er. CDP har haft stort fokus på at lave mere kvalitative undersøgelser af selskaber for at undersøge selskabets opmærksomhed og parathed af ESG-risici samt ledelsens håndtering heraf. Fokus hos CDP har været meget på environmental delen af ESG og mindre på social og governance.

ISS ESG har valgt en fremgangsmåde med mange små undersøgelser og resultater af forskellige ESG-forhold, der hver afdækker de forskellige aspekter af hvad, der hos de andre ERA'er ville være én samlet rating. Som den eneste af de undersøgte ERA'er har ISS ESG er særskilt fokus på integrering af SDG som en selvstændig vurdering.

Sustainalytics har valgt en tilgang, der også er mere uddybende end nogle af de andre dog her som én samlet rating. Sustainalytics adskiller sig ved at de har stort fokus på identifikation og bedømmelse af særskilte ESG-risici for ratede virksomheder. Her identificeres ESG-risici specifikke for hver virksomhed ud fra sektoren og andre væsentlige forhold. ESG-risiciene forklares herefter af en analytiker i den endelige rapport, hvor det i et særskilt afsnit kommenteres på den ratede virksomheds håndtering af de identificerede risici.

Global 100 har valgt at fokusere på næsten udelukkende kvantitative KPI'er, for herefter at kunne identificere og rangere de 100 bedste virksomheder. Dette er en anderledes tilgangsmetode end de andre ERA'er, der derimod har fundet hvilke virksomheder, der er de bedste i sektoren. Global 100 har derfor anlagt en mere historisk vinkel på deres rating, hvor de tager udgangspunkt i tidligere begivenheder. Her har de andre ERA'er valgt en blanding af lidt eller meget mere fremsynethed i deres rating.

Disse differencer er helt væsentlige for forståelsen af hver ERA-rating. For at kunne benytte hver rating korrekt er det nemlig vigtigt at forstå, hvad ERA-ratingen fortæller og har haft fokus på. Forskellen i hvordan hver ERA rater selskaber har også den påvirkning, at hver rating kan fortælle noget forskelligt, som ikke umiddelbart er synligt, såfremt man ikke har læst metodikken for det respektive ERA. Selv om indikationen af to forskellige ratings kan virke ens, kan det have en påvirkning, hvorvidt man benytter ratingen fra det ene eller det andet ERA, afhængigt hvad man ønsker oplyst. En anden væsentlig ting identificeret i analysen er brugen af sektorbenchmarking. På nuværende tidspunkt i udviklingen af ESG-forhold virker det ikke til at være muligt med ratings uden en inddeling i sektorer. En manglende inddeling ville nemlig betyde en stor påvirkning på væsentlighed, da alle selskaber ikke er udsatte for de samme ESG-risici. Sektorbenchmarkingen tillader dog ikke sammenlignelighed på tværs af sektorer, hvorfor det bliver svært at gennemskue, hvad en top rating betyder. En top rating af et selskab, der er dårlig til håndtering af ESG-risici kan godt fremstilles positivt såfremt virksomheden er den bedste inden for sin sektor. Et sådant tilfælde kan slå tvivl om den benyttede rating skala og værdien heraf.

10. Perspektivering

I et videre arbejde kunne det være spændende at arbejde videre med en undersøgelse af hvordan ratings fra hvert ERA kunne påvirke en investering i ratede selskaber. Her vil det være muligt at undersøge hvordan en investering ud fra metodikken i de forskellige ERA'er kunne identificere gode investeringsmuligheder. Herunder kunne det undersøges om nogle ERA'er ville være bedre end andre til sådanne identificeringer. En sådan undersøgelse ville ligge sig op af undersøgelser om hvorvidt ESG-ratings har en påvirkning på stabiliteten i aktiekursen (Serafeim 2018), men fokusere mere på hver enkel ERA. Dette ville kræve adgang til offentlige ESG-ratings, og ville derfor kun være muligt ud fra ERA'erne MSCI, CDP og Global 100.

En anden vinkel på et videre arbejde med denne opgaves emne kunne være at undersøge sektorinddeling og sektorspecifikke ESG-risici nærmere. Her kunne fokus være på om vægtningen af sådanne ESG-risici har været korrekte i forhold til væsentligheden af risiciene. Således kunne der foretages en undersøgelse der anskuede de historiske ratings og hvor præcise og brugbare disse har været.

Litteraturliste

- Bloomberg (2018). How ESG Metrics Work and Why All Investors Should Care
<https://www.youtube.com/watch?v=4LPRQaG83Ls&feature=youtu.be> - Sidst besøgt 06-05-2020
- Carroll, A. (2016). Carroll's Pyramid of CSR: taking another look
<http://jcsr.springeropen.com/articles/10.1186/s40991-016-0004-6> - Sidst besøgt 06-05-2020
- CDP (2019). CDP Climate Change 2019 Scoring Methodology
- CDP (2020). Scoring Introduction 2020
http://b8f65cb373b1b7b15feb-c70d8ead6ced550b4d987d7c03fcdd1d.r81.cf3.rackcdn.com/cms/guidance_docs/pdfs/000/000/233/original/Scoring-Introduction.pdf?1524216279 - Sidst besøgt 06-05-2020
- Ck Global 100 (2019). The 2019 Global 100: Overview of Corporate Knights Rating Methodology
https://www.corporateknights.com/wp-content/uploads/2018/10/2019-Global-100_Methodology-Final.pdf?v=20181205 - Sidst besøgt 06-05-2020
- Comstock, M. & Humer, B. (2017). ESG Reports and Ratings: What They Are, Why They Matter
<https://corpgov.law.harvard.edu/2017/07/27/esg-reports-and-ratings-what-they-are-why-they-matter/> - Sidst besøgt 06-05-2020
- FN (2004). Who Cares Wins
https://www.unepfi.org/fileadmin/events/2004/stocks/who_cares_wins_global_compact_2004.pdf - Sidst besøgt 06-05-2020
- FN (2015). SDG Industry Matrix
https://sustainabledevelopment.un.org/content/documents/9789CRT046599%20SDG_Financia1%20Services_29sep_WEB-1.pdf - Sidst besøgt 06-05-2020
- FSR – danske revisorer (2019). ESG-hoved- og nøgletal i årsrapporten
<https://www.fsr.dk/Files/Files/Dokumenter/Faglig/CSR/Publikationer/ESG-hoved-%20og%20n%C3%B8gletal%20i%20%C3%A5rsrapporten%20-%20juni%202019.pdf> - Sidst besøgt 06-05-2020
- ISS ESG (2020). ISS ESG Solutions
<https://www.issgovernance.com/esg/> - Sidst besøgt 06-05-2020
- ISS-oekom (2020). ISS-oekom Sustainability Solutions Assessment
https://www.issgovernance.com/library/iss-oekom_sustainability_solutions_assessment/ - Sidst besøgt 06-05-2020
- MSCI (2019). MSCI ESG Ratings Methodology
<https://www.msci.com/documents/1296102/14524248/MSCI+ESG+Ratings+Methodology+-+Exec+Summary+2019.pdf/2dfcaeee-2c70-d10b-69c8-3058b14109e3?t=1571404887226> - Sidst besøgt 06-05-20

MSCI (2020). Our Purpose

<https://www.msci.com/our-purpose> - Sidst besøgt 06-05-2020

Kramer, M. & Porter, M. (2006). Strategy and Society: The Link Between Competitive Advantage and Corporate Social Responsibility

https://www.sharedvalue.org/sites/default/files/resource-files/Strategy_and_Society.pdf - Sidst besøgt 06-05-2020

Kramer, M. & Porter, M. & Serafeim G. (2019). Where ESG Fails

<https://www.institutionalinvestor.com/article/b1hm5ghqtxj9s7/Where-ESG-Fails> - Sidst besøgt 06-05-2020

PRI (2020). What is the PRI?

<https://www.unpri.org/pri/about-the-pri> - Sidst besøgt 06-05-2020

Reich, B. (2015). Red Kapitalismen for de mange, fra de få

ISBN 978-87-406-1152-6

Russo-Spena, T. (2018). Trends and Drivers in CSR Disclosure: A Focus in reporting Practices in the Automotive Industry

<https://link.springer.com/article/10.1007/s10551-016-3235-2> - Sidst besøgt 06-05-2020

Serafeim, G. (2018). Public Sentiment and the Price of Corporate Sustainability

<https://corpgov.law.harvard.edu/2018/10/30/public-sentiment-and-the-price-of-corporate-sustainability/> - Sidst besøgt 06-05-2020

UNCTAD (2018). Reporting on the Sustainable Development Goals: A survey of Reporting Indicators

https://unctad.org/en/PublicationsLibrary/ser-rp-2018d1_en.pdf - Sidst besøgt 06-05-2020

Bilag

Bilag 1 – C25 selskaber og ratings

			Rating agencies rating						
C25 selskaber	Har ESG/sustainability rapportering? (J = 1 / N = 0)	Offentliggøre rating fra ESG rating agency? (J = 1 / N = 0)	Global 100	CDP Climate	CDP Water security	CDP forests	MSCI	ISS ESG	Sustainalytics
Ambu	1	0	N/A	F	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
AP Møller A	1	0	N/A	B	N/A	N/A	A	N/A	N/A
AP Møller B	1	0							
Carlsberg	1	0	N/A	B	A-	N/A	AA	N/A	N/A
Chr. Hansen	1	1	2	D	F	F	AA	C	Leader
Coloplast	1	0	N/A	C	N/A	N/A	AA	N/A	N/A
Danske Bank	1	0	N/A	C	N/A	N/A	B	N/A	N/A
Demant	1	0	N/A	F	N/A	N/A	A	N/A	N/A
DSV Panalpina	1	0	N/A	D	N/A	N/A	A	N/A	N/A
FLSmidth & Co.	1	0	N/A	D	N/A	N/A	AA	N/A	N/A
Genmab	1	0	N/A	F	F	N/A	A	N/A	N/A
GN Store Nord	1	1	N/A	F	N/A	N/A	AA	N/A	N/A
ISS	1	0	N/A	N/A	N/A	N/A	AA	N/A	N/A
Jyske Bank	1	0	N/A	D	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Lundbeck	1	1	N/A	A	F	N/A	AA	N/A	N/A
Novo Nordisk	1	1	71	A	B	F	AAA	N/A	N/A
Novozymes	1	1	6	B	B	N/A	AAA	N/A	N/A
Pandora	1	0	N/A	F	N/A	N/A	AAA	N/A	N/A
Rockwool int. B	1	1	N/A	B	N/A	N/A	A	B-	Low
Royal UNIBREW	1	0	N/A	F	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
SimCorp	1	0	N/A	F	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Topdanmark	1	1	N/A	C	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Tryg	1	0	N/A	F	N/A	N/A	AA	N/A	N/A
Vestas	1	1	37	C	C	N/A	AAA	N/A	N/A
Ørsted	1	1	1	A	N/A	N/A	AAA	B+	Leader

Bilag 2 – Danske selskaber ratet af ESG rating agencies

Selskab	Danske selskaber ratet af dette agency	Antal
Global 100	- Ørsted - Chr. Hansen - Novozymes - Vestas Wind Systems - Novo Nordisk	5
MSCI	- Ørsted - Chr. Hansen - Novozymes - Vestas Wind Systems - GN Store Nord - Rockwool - FL Smidth	7
CDP	- Ørsted - Chr. Hansen - Novozymes - Novo Nordisk - Lundbeck - Rockwool - Topdanmark	25
SustainAnalytics	- Ørsted - Chr. Hansen - Rockwool	3
GRESB	- Ørsted	1
ISS ESG (oekom)	- Ørsted - Rockwool - Chr. Hansen	3
FTSE4Good Index	- Ørsted - Chr. Hansen - Novozymes - Vestas Wind Systems - Pandora	N/A
Ethibels Sustainability	- Ørsted - Novozymes - Vestas Wind Systems	3
Euronext Vigeo Eiris indice	- Ørsted - Novozymes	2
EcoVadis	- Ørsted - Chr. Hansen - GN Store Nord	3
Nasdaq ESG Data Portal	Alle børsnoterede selskaber som har udfyldt listen.	N/A
Dow Jones Sustainability I	- Novozymes	1
PRIME status by ISS ESG	- Novozymes	1
STOXX ESG Leaders Indices	- Novozymes - Vestas Wind Systems	2
FSR (diverse priser)	- Novozymes	1

Bilag 3 – Kodningsskema

Score	
0 =	Nej
1 =	Ja

<i>Input</i>	MSCI	Global 100	CDP	ISS ESG	Sustainalytics
Offentlig data					
Intern data					
Offentlig metodik					
Verifikation af data					
Løbende opdatering					
Årlig opdatering					
<i>Udarbejdelse</i>	MSCI	Global 100	CDP	ISS ESG	Sustainalytics
Er der en begrænsning på antallet af selskaber der					
Sammenligning med sektor					
Vurderingspunkter bestemmes på baggrund af væsentlighed for selskab/sektor?					
Vurdering af historisk data og rapporteringer					
<i>Output/præsentation</i>	MSCI	Global 100	CDP	ISS ESG	Sustainalytics
Score					
Score offentliggøres					
Adgang til score kræver abonnement/betaling					
Bidraget vurderingen direkte eller indirekte til brug af CSV?					
Særsomt beskrivelse af hvert ESG risikoområde i rapport/score					
Beskæftiger selskabet sig med andre lignende ratings den kan være eller er brugbare/nødvendige supplement til den givne ESG rating?					
Bemærkninger fra eksperter/analytikere					
<i>Oplyst benyttelse/efterlevelse af internationale standarder</i>	MSCI	Global 100	CDP	ISS ESG	Sustainalytics
GRI					
PRI					
SASB					

<i>FN's Verdensmål (SDG)</i>	MSCI	Global 100	CDP	ISS ESG	Sustainalytics
1 - No poverty					
2 - Zero hunger					
3 - Good health and well-being					
4 - Quality education					
5 - Gender equality					
6 - clean water and sanitation					
7 - Affordable and clean energy					
8 - Decent work and economic growth					
9 - Industry, innovation and infrastructure					
10 - Reduced inequality					
11 - Sustainable cities and communities					
12 - Responsible consumption and production					
13 - Climate action					
14 - Life below					
15 - Life on land					
16 - Peace, justice and strong institutions					
17 - Partnerships for the goals					
SDG i alt	0	0	0	0	0

Bilag 4 – Resultater fra indholdsanalyse

Input	MSCI	Global 100	CDP	ISS ESG	Sustainaly
Offentlig data	1	1	1	1	-
Intern data	-	-	-	-	1
Offentlig metodik	1	1	1	-	-
Verifikation af data	1	1	1	1	-
Løbende opdatering	1	-	-	-	-
Årlig opdatering	-	1	1	-	-
Udarbejdelse	MSCI	Global 100	CDP	ISS ESG	Sustainaly
Er der en begrænsning på antallet af selskaber der rates?	-	1	-	-	-
Sammenligning med sektor	1	1	1	1	1
Vurderingspunkter bestemmes på baggrund af væsentlighed for selskab/sektor?	1	1	1	1	1
Vurdering af historisk data og rapporteringer	1	1	-	1	1
Output/præsentation	MSCI	Global 100	CDP	ISS ESG	Sustainaly
Score	1	1	1	1	1
Score offentliggøres	1	1	1	-	-
Score offentliggøres ikke	-	-	-	1	1
Adgang til score kræver abonnement/betaling	-	-	-	1	1
Bidraget vurderingen direkte eller indirekte til brug af CSV?	1	-	1	1	1
Særsilt beskrivelse af hvert ESG risikoområde i rapport/score	-	-	-	-	1
Beskæftiger selskabet sig med andre lignende ratings der kan være eller er brugbare/nødvendige supplement til den givne ESG rating?	-	-	-	1	1
Bemærkninger fra eksperter/analytikere	1	-	-	1	1
Oplyst benyttelse/efterlevelse af internationale s	MSCI	Global 100	CDP	ISS ESG	Sustainaly
GRI	-	-	1	-	-
PRI	1	-	-	1	-
SASB	-	-	1	1	-
IIRC	-	-	1	-	-

<i>FN's Verdensmål (SDG)</i>	MSCI	Global 100	CDP	ISS ESG	Sustainaly
1 - No poverty	-	1	-	1	-
2 - Zero hunger	-	1	-	1	-
3 - Good health and well-being	-	1	-	1	-
4 - Quality education	-	1	-	1	-
5 - Gender equality	-	1	-	1	-
6 - clean water and sanitation	-	1	1	1	-
7 - Affordable and clean energy	-	1	-	1	-
8 - Decent work and economic growth	-	1	-	1	-
9 - Industry, innovation and infrastructure	-	1	-	1	-
10 - Reduced inequality	-	1	-		-
11 - Sustainable cities and communities	-	1	-		-
12 - Responsible consumption and production	-	1	-	1	-
13 - Climate action	-	1	1	1	-
14 - Life below	-	1	-	1	-
15 - Life on land	-	1	1	1	-
16 - Peace, justice and strong institutions	-	1	-	1	-
17 - Partnerships for the goals	-	1	-		-
<i>SDG i alt</i>	0	17	3	14	0

Bilag 5 – ESG-hoved- og nøgletalsoversigt fra FSR – danske revisorer

ESG-hoved- og nøgletalsoversigt

	Enhed	Mål (2020)	2019	2018	2017	2016	2015
Environment - miljødata							
CO ₂ e, scope 1	Tons	4.200	4.389	4.479	4.658	4.751	4.870
CO ₂ e, scope 2	Tons	2.500	2.679	2.734	2.843	2.900	2.973
Energiforbrug	GJ	48.000	48.619	49.611	51.595	52.627	53.943
Vedvarende energiandel	%	52	51	49	46	39	32
Vandforbrug	m ³	1.325	1.352	1.380	1.435	1.464	1.501
Social - sociale data							
Fuldtidsarbejdsstyrke	FTE	4.450	4.498	4.510	4.690	4.971	5.369
Kønsdiversitet	%	40	40	38	37	33	32
Kønsdiversitet for øvrige ledelseslag	%	33	30	31	24	22	17
Lønforinkel mellem køn	Gange	1,0	1,2	1,2	1,2	1,3	1,4
Medarbejderomsætningshastighed	%	10	11	11	12	12	13
Sygefravær	Dage/FTE	4,5	5,3	5,4	5,6	6,0	6,4
Fastholdelse af kunder	%	88	85	87	83	81	79
Governance - ledelsesdata							
Bestyrelsens kønsdiversitet	%	33	33	33	17	0	0
Tilstedeværelse på bestyrelsesmøder	%	98	95	92	92	90	92
Lønforinkel mellem CEO og medarbejdere	Gange	22	23	22	21	21	20

Mål og data i ESG-hoved- og nøgletalsoversigten er eksempler for at illustrere hvordan det kunne se ud for et givent selskabs årsrapport. I forhold til målsætninger bør mål og tidsramme konkretiseres i selskabets guidance.

Bilag 6 – Resultat af sammenligning med nøgletal fra FSR – danske revisorer

ESG-hoved- og nøgletal i årsrapporten	MSCI	Global 100	CDP	ISS ESG	Sustainaly
CO ₂ , scope 1	1	1	1	-	-
CO ₂ , scope 2	1	1	1	-	-
Energiforbrug	-	1	1	-	-
Vedvarende energiandel	1	1	1	-	-
Vandforbrug	1	1	1	-	-
Fuldtidsarbejdsstyrke	-	-	-	-	-
Kønsdiversitet	-	1	-	-	-
Kønsdiversitet for øvrige ledelseslag	-	1	-	-	-
Lønforinkel mellem køn	-	-	-	-	-
Medarbejderomsætningshastighed	-	1	-	-	-
Sygefravær	1	1	-	-	-
Fastholdelse af kunder	-	-	-	-	-
Bestyrelsens kønsdiversitet	1	1	-	-	-
Tilstedeværelse på bestyrelsesmøder	-	-	-	-	-
Lønforinkel mellem CEO og medarbejder	-	1	-	-	-
I alt	6	11	5	-	-