

25. maj 2023

## Notat

### Statusnotat vedr. modenheden omkring rammeværktøjet for bæredygtige investeringer anno 2023

Markedet for bæredygtige investeringer er i rivende udvikling, både herhjemme og i Europa. Det skyldes i særdeleshed en stigende efterspørgsel fra investorerne, men ligeledes øget regulatorisk fokus fra EU's side, hvor en række nye regulatoriske initiativer er trådt i kraft de seneste år. Markedet forsøger at navigere blandt de værktøjer og rammer, som findes. Ikke desto mindre mangler der fortsat afklaring på, hvad en bæredygtig investering er, og hvordan det måles, om en investering er bæredygtig.

Deloitte er på den baggrund blevet bedt om af Københavns Kommune ("KK" eller "Kommunen") at udarbejde et notat som beskriver, hvordan markedet for bæredygtige investeringer ser ud i 2023. Notatets formål er overordnet at afdække markedet for bæredygtige investeringer, herunder med fokus på markedets udvikling i de seneste år. Derudover skal notatet skitsere, hvordan Kommunens nuværende metode for bæredygtige investeringer sikres overholdt i relation til markedet, og om metoden er realistisk og ambitiøs.

Deloitte har i perioden 30. marts 2023 til 18. maj 2023 bistået KK med en markedsafdækning vedrørende bæredygtige investeringer.

Statusnotatet fokuserer specifikt på følgende emner:

1. Status på Offentliggørelsesforordningen (SFDR), herunder 2(17)
2. Status på EU Taksonomien for grønne investeringer ("taksonomien")
3. Status på Svanemærket og EU's ecolabel
4. Grønne obligationer, herunder status og udvikling samt udstedelser og det samlede marked opdelt på obligationstyper (stats-, real- og erhvervsobligationer). Og hvad er spread ift. ikke-grønne obligationer?
5. Brugen af data- og serviceudbydere
6. Finanstilsynets rolle inden for bæredygtig finansiering
7. Status på KK's nuværende model for bæredygtige investeringer sammenholdt med markedet, herunder om modellen er realistisk og ambitiøs

#### Notatets indhold

Notatet indledes med en kort sammenfatning. Herefter beskrives de to metoder, som vi anvender til at afdække de syv omtalte emner. Det drejer sig om henholdsvis en desktop-analyse, hvor Deloitte anvender offentligt tilgængelige data eller anden markedsdata via Deloitte's licenser kombineret med Deloitte's viden indenfor feltet, samt en metode baseret på en markedsdialog med udvalgte finansielle markedsaktører. Med udgangspunkt i de to anvendte metoder afdækkes de syv emner. Notatet afrundes med to bilag, som bl.a. dækker over en opgørelse over definitioner i bilag 1 samt den spørgeramme, som blev fremsendt til markedsaktørerne i forbindelse med markedsdialogen i bilag 2.

## Sammenfatning

Deloitte har anvendt to metoder til at afdække markedet for bæredygtige investeringer anno 2023. Den ene metode er en desktop-analyse, hvor Deloitte anvender offentligt tilgængelige data eller anden markedsdata via Deloitte's licenser, mens den anden metode er baseret på en markedsdialog med udvalgte markedsaktører. Deloitte har i samarbejde med Kommunen inviteret henholdsvis Nykredit Asset Management, Danske Bank, Nordea Asset Management samt ATP, og alle 4 aktører valgte at deltage i markedsdialogen.

Offentliggørelsesforordningen ("SFDR") er de europæiske lovregler, der sætter rammerne for, hvordan og hvor finansielle markedsdeltagere, som fx kapitalforvaltere og pensionskasser, skal oplyse om deres arbejde om bæredygtighed<sup>1</sup>. Markedet har arbejdet seriøst med SFDR siden indfasningen i 2021, og alle forvalterne har lanceret artikel 9-fonde, som er de mest bæredygtige fonde med bæredygtige investeringsmål. Det fremgår af markedsafdækningen, at forvalterne har forskellige definitioner af, hvad en bæredygtig investering er, men fælles for alle forvaltere er, at de efterlever definitionen af bæredygtige investeringer i henhold SFDR artikel 2(17).

Tabel 1 opsummerer en række generelle data for markedsdeltagernes omfang af artikel 9-fonde. To af forvalterne har både aktivt og passivt forvaltede artikel 9-fonde, mens en enkelt kun har aktivt forvaltede fonde. Som det ligeledes fremgår af tabel 1, udgør artikel 9-fonde 2,5-9,0% af forvalternes samlede investeringer, hvilket er på niveau eller over niveauet for det generelle marked. Baseret på vores markedskendskab forventer vi, at der vil være et stigende fokus på artikel 9-fonde fremover, og at andelen dermed vil stige.

Tabel 1: Oversigt over artikel 9-fonde hos forvalterne pr. 31. marts 2023

	Forvalter 1		Forvalter 2		Forvalter 3		Forvalter 4	
	DK	I alt	DK	I alt	DK	I alt	DK	I alt
Antal artikel 9-strategier	7	11	6	6	1	8	-	-
Antal artikel 9-fonde	11	18	9	9	1	10	-	-
Heraf passive fonde	6	6	4	4	-	-	-	-
Andel af artikel 9-aktiver ift. samlede invest. (%)	9,1	8,0	2,4	2,4	2,8	5,0	-	-

Alle forvalterne anvender bæredygtighedslabels, men kun en enkelt af de adspurgte forvaltere anvender det nordiske Svanemærket aktivt. Derimod anvender alle forvaltere de internationalt anerkendte ICMA's retningslinjer for grønne obligationer for at identificere denne type af obligationer, hvilket i praksis også er det datagrundlag, som KK anvender, når det vurderes, om retningslinjerne for grønne obligationer overholdes.

Taksonomien er det fælles EU-værktøj for, hvilke økonomiske aktiviteter der er miljømæssige bæredygtige. Det er både finansielle og ikke-finansielle virksomheder, der skal leve op til taksonomien. Markedet indikerer, at udviklingen i taksonomien fortsat skal følges tæt, da den er under udvikling, og at mål, der baseres på efterlevelse af taksonomien, kan være svære at opnå i det nuværende marked. Det skyldes, at taksonomien er et ambitiøst værktøj, og virksomhederne først i år skal rapportere efter taksonomien, herunder rapportere på, hvor grønne virksomhederne er. Frem mod 2028 forventes det, at antallet af virksomheder, der skal rapportere efter taksonomien, stiger markant fra ca. 11.000 til ca. 50.000, hvilket også forventes at bidrage til datatilgængeligheden. Fælles for alle forvalterne er, at taksonomien indgår som en del af definitionen for, hvordan en investering kan være bæredygtig, men også at der er stor forskel på, hvordan taksonomien anvendes. Det er vores forventning, at taksonomien vil få en mere fremtrædende rolle i arbejdet med bæredygtige investeringer i takt med, at den bliver udviklet, og modenheden i datakvaliteten og -tilgængeligheden stiger. Derudover forventes taksonomien også at blive inkluderet i bæredygtighedslabels, hvilket vil styrke taksonomien som værktøj i arbejdet med bæredygtige investeringer. Typisk udgør andelen af fondenes samlede investeringer, der lever op til taksonomien under 10% for artikel 9-fonde.

<sup>1</sup> Se definition for Offentliggørelsesforordningen i bilag 1

Markedsdialogen bekræfter, at der er stor interesse for investering i grønne obligationer, og at der forventes et stigende marked for denne type obligationer fremover. Det gælder både på investerings- og udstedersiden. Dette på trods af, at der betales en mindre præmie/merrente, en såkaldt *greenium*, når der investeres i grønne obligationer.

Alle forvalterne anvender flere anerkendte ESG-dataudbydere, som er specialiserede analysevirksomheder inden for bæredygtighed, i arbejdet med bæredygtige investeringer. Fælles for kapitalforvalterne er, at de i højere grad anvender det underliggende data end konklusionerne fra den enkelte ESG-udbyder, da de enkelte dataudbydere har særlige områder, hvor de er stærke, ligesom de enkelte forvaltere anvender data forskelligt til at definere en bæredygtig investering. Forskellig anvendelse af dataudbydere betyder, at der kan ske eksklusioner af selskaber på KK's negativliste, som den enkelte forvalter ellers definerer som bæredygtig. Det skyldes, at de kriterier, der er lagt til grund for negativlisten, kan opfattes som for restriktive på fx produktionskapaciteten for forsyningselskaber. Det kan overvejes, om kriterierne for negativlisten skal være mindre generiske med mulighed for at påvirke de selskaber, som er i gang med en veldokumenteret bæredygtig omstilling yderligere og dermed ikke ekskludere dem fra KK's investeringsunivers. I forlængelse heraf, er det fra markedet blevet foreslået, at det bør være op til den enkelte forvalter at definere bæredygtige investeringer og lave egne bæredygtighedsanalyser, og så er det forvalterens opgave at dokumentere, at investeringerne er bæredygtige. Fordelen ved at KK har en negativliste baseret på generiske kriterier er, at den er nem at vedligeholde og fastsætte politisk set. Negativlisten tydeliggør, at der er visse selskaber, som KK uomtvisteligt ikke ønsker at investere i. Dette kan have en betydelig værdi for politikerne og KK's embedsværk i forbindelse med kommunikation til omverdenen. Det understreger også dilemmaet i forhold til at arbejde med ansvarlige investeringer og eksklusion, da nogle selskaber på negativlisten kan blive opfattet som bæredygtige af andre aktører og markedsdeltagere.

KK's nuværende model for bæredygtige investeringer indebærer, at grønne investeringer i 2025 skal udgøre hhv. 27% af obligationsinvesteringerne og 50% af aktieinvesteringerne. KK anvender definitionen af bæredygtige investeringer fra Offentliggørelsesforordningens (SFDR) artikel 2(17), hvilket også er grundlaget for forvalternes fortolkning af bæredygtige investeringer, ligesom artikel 9- og Svanemærkede fonde indgår i definitionen af bæredygtige investeringer.

Markedsdialogen har vist, at KK's model for bæredygtige investeringer vurderes at være ambitiøs, hvilket især gælder målsætningen for aktier om, at 50% af disse er bæredygtige i 2023. Forvalterne har dog samtidig indikeret, at målet er realistisk med udgangspunkt i Offentliggørelsesforordningen. Markedsdialogen indikerer desuden, at taksonomien som rammeværktøj fortsat er under udvikling og derfor fortsat ikke kan anvendes som en entydig definition af en grøn og bæredygtig investering. Hvis Kommunens målsætning for bæredygtige investeringer skal efterleve taksonomien, og med udgangspunktet i de nuværende minimumsmål, bør Kommunen være opmærksomme på, at kommunen kan risikere, at investeringsuniverset bliver for smalt<sup>2</sup>.

Hvis KK ønsker at øge målsætningen for andelen af grønne investeringer, er det især på obligationsporteføljen, som ligeledes udgør den største andel af KK's investeringsportefølje, at indsatsen kan fokuseres. Det skyldes, at markedet for grønne obligationer forventes at vokse, herunder også markedet for grønne realkreditobligationer, ligesom udviklingen af en europæisk standard (EU Green Bond Standard) for grønne obligationer påvirker markedet for grønne obligationer positivt. Det vurderes samtidig, at KK's nuværende ambitionsniveau er fornuftigt og tilstrækkeligt, hvorfor der ikke på nuværende tidspunkt er basis for at justere selve målet for bæredygtige investeringer.

## Metode

For at belyse de 7 emner, som blev introduceret i indledningen, bedst muligt, anvender Deloitte to metoder. Den første metode er en desktop-analyse, hvor Deloitte anvender offentligt tilgængelige data eller anden markedsdata via Deloitte's licenser. Den anden metode er baseret på en markedsdialog med udvalgte markedsaktører. Fremgangsmåden for de to metoder er beskrevet nedenfor.

---

<sup>2</sup> Det er vigtigt at understrege, at det ikke er udtryk for, at man er mindre ambitiøs, men at man sætter realistiske mål, der kan udvikle sig over tid.

## **Desktop-analyse**

I forbindelse med desktop-analysen har vi bl.a. anvendt følgende kilder til data:

- Data med licens, herunder data om SFDR igennem Morningstar
- Offentlige medier, herunder avisartikler om bæredygtige investeringer
- Kapitalforvalteres hjemmesider, fx i forbindelse med data vedrørende information og markedsstatistikker for investeringsforeninger
- Andet offentlig tilgængelige markedsdata

Ud over den offentlig tilgængelige data samt adgang til data via licens har vi ligeledes indarbejdet vores egne erfaringer inden for bæredygtighedsområdet i de passager, hvor det findes relevant.

## **Metode for markedsdialog**

Markedsdialogen blev gennemført ved at fremsende en spørgeramme og en invitation til en times virtuelt dialogmøde.

Deloitte har i samarbejde med kommunen valgt at invitere følgende kapitalforvaltere til at deltage i markedsdialogen:

- Nykredit Asset Management
- Danske Bank
- Nordea Asset Management

Derudover har Deloitte talt med ATP for at få en anden offentlig investors syn på bæredygtige investeringer.

Alle 4 valgte at deltage i dialogen. Dialogmøderne blev afholdt fra d. 17. april 2023 til d. 19. april 2023.

For at sikre, at alle markedsdeltagere fik stillet de samme spørgsmål, udarbejdede Deloitte en spørgeramme til at styre markedsdialogen med de 4 udvalgte markedsdeltagere. Spørgerammen, som er vedlagt i bilag 2, blev sendt frem til markedsdeltagerne i forbindelse med invitationen til markedsdialogen.

Kapitalforvalternes svar er efter aftale med forvalterne anonymiseret, så det ikke står direkte i markedsafdækningen, hvad den enkelte forvalter har givet udtryk for.

I og med at ATP er en offentlig investor afviger ATP's svar i nogle sammenhænge fra de andre markedsdialogdeltagere. I visse sammenhænge er det derfor præciseret, når det er ATP, som udtaler sig. Dette er særskilt godkendt af ATP.

## **Status på Offentliggørelsesforordningen/SFDR**

Offentliggørelsesforordningen ("SFDR") er de europæiske lovregler, der sætter rammerne for, hvordan og hvor finansielle markedsdeltagere, som fx kapitalforvaltere og pensionskasser, skal oplyse om deres arbejde om bæredygtighed. Dette gælder både for de enkelte finansielle produkter, som den finansielle virksomhed udbyder, og generelt for virksomhedens arbejde med bæredygtige investeringer.

Artikel 6, 8 og 9-fondes definitioner er beskrevet i Bilag 1.

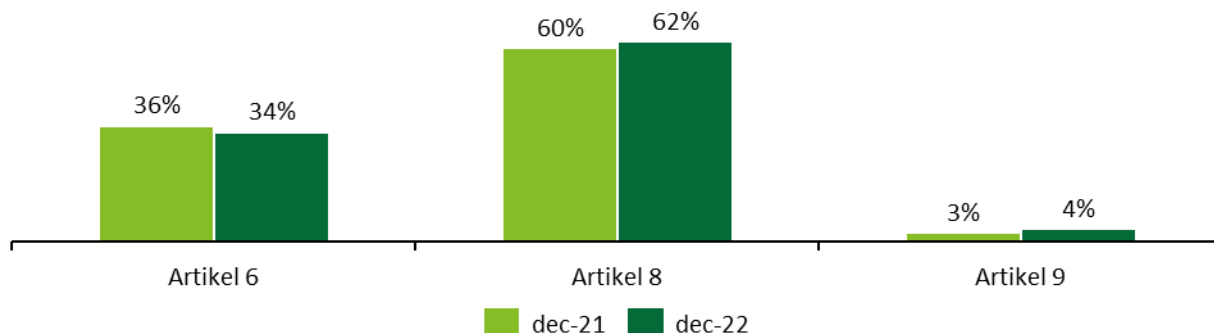
Markedsdialogen bekræfter, at kapitalforvalterne har arbejdet dedikeret og seriøst med SFDR, siden den trådte i kraft i marts 2021.

Det danske marked har, da SFDR trådte i kraft, valgt en forholdsvis defensiv klassificering af investeringsfondene, hvor fokus har været på ikke lægge sig i de mest bæredygtige artikel 9-fonde, hvilket også har været den guidance,

som Finanstilsynet har givet tidligere. Konkret var 36% af fondene klassificeret som artikel 6, 60% som artikel 8 og kun 3% som de mest bæredygtige artikel 9-fonde ved ikrafttræden af SFDR, hvilket fortsat er gældende.

Baseret på Deloitte's markedskendskab var det kun Nordea og Nykredit blandt de største danske kapitalforvaltere, der valgte at klassificere fonde med de mest krævende oplysningsforpligtelser i form af artikel 9-produkter. Siden har en del kapitalforvaltere, herunder Danske Bank, BankInvest og Jyske Invest lanceret og reklassificeret artikel 9-fonde, og pr. 31. december 2022 var andelen af både artikel 8 og artikel 9-fonde steget jf. figur 1 nedenfor.

Figur 1: Fordeling af antal danske detailfonde i henhold til SFDR pr. 31. december 2022



Formuen pr. 31. december 2022 var fordelt på følgende måde baseret på Deloitte's analyse af markedsdata for detailfonde i Danmark.

Tabel 2: Fordeling af danske detailfonde på nettoformue i henhold til SFDR pr. 31. december 2022

SFDR	Nettoformue (mio. kr.)	Nettoformue (%)
Artikel 6	298.449	31%
Artikel 8	626.384	66%
Artikel 9	30.305	3%
<b>I alt</b>	<b>955.138</b>	<b>100%</b>

Der har således i hele perioden siden introduktionen af SFDR i 2021 været en overvejende del af artikel 8-fonde, efterfulgt af artikel 6-fonde. Kun en meget lille andel (3-4%) er artikel 9-fonde. Af de adspurgte forvaltere i markedsanalysen udgør artikel 9 fonde 2,5-9,0% og ligger dermed på eller over det generelle marked. Baseret på vores markedskendskab forventer Deloitte, at der vil være et stigende fokus på artikel 9-fonde fremover, og at andelen dermed vil stige<sup>3</sup>.

Den 1. januar 2023 trådte de såkaldte Regulatory Technical Standards (RTS'er) i kraft. Disse RTS'er uddyber oplysningsforpligtelserne for de enkelte artikel 8- og 9-fonde og indeholder også templates for, hvordan og i hvilken detaljegråd, der skal oplyses om fondenes arbejde med bæredygtighed. Der er dog fortsat ikke defineret minimumsgrænser fra EU's side i forhold til arbejdet med SFDR, ligesom der generelt efterspørges yderligere fortolkning – både fra EU Kommissionen og de tre europæiske finanstilsyns<sup>4</sup> side af. En af forvalterne nævnte, at de nye templates er værdsat, da de er med til at sætte mere ensrettede rammer for rapportering op.

På europæisk plan har indførelsen af RTS'er medført, at en del forvaltere har valgt at ændre klassificeringen fra artikel 9 til artikel 8 for i alt 1.300 mia.kr. Dette skyldes både usikkerhed om selve reguleringen og frygten for at blive beskyldt for greenwashing, hvor greenwashing forstås som, når markedsføring får en vare til at fremstå mere grøn eller bæredygtig, end den egentlig er. På det danske marked, herunder hos de adspurgte forvaltere, er der ikke blevet ændret fra artikel 9- til artikel 8-fonde.

<sup>3</sup> Årsagen til, at procentsatsen for de 2 af de 3 forvaltere er lavere end 3%, som er vist i tabel 2, skyldes ikke at de er mindre ambitiøse end markedet generelt, årsagen er derimod at markedsværdien er faldet fra december 2022 til marts 2023.

<sup>4</sup> ESMA, EIOPA og EBA, som tilsammen kaldes "European Supervisory Authorities" eller blot "ESA'erne"

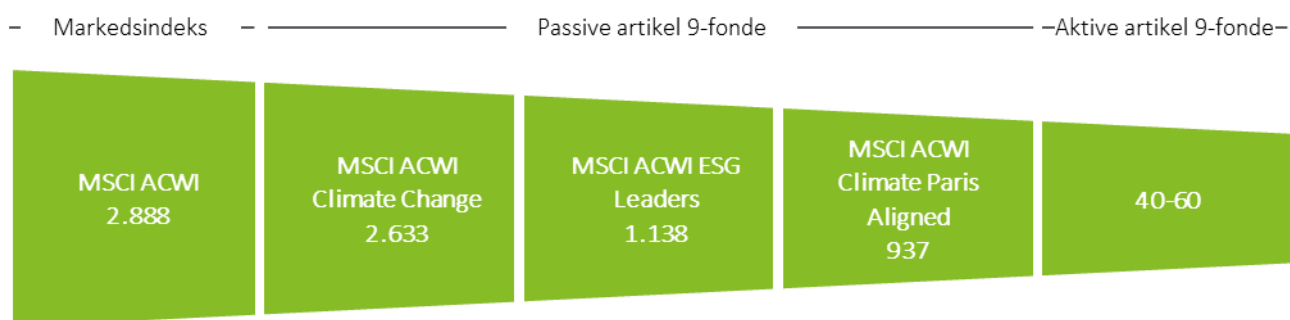
Det er op til kapitalforvalterne selv at klassificere fondene samt definere, hvad det bæredygtige investeringsmål er i artikel 9-fonde. Det skyldes den brede definition af bæredygtigt investeringsmål i artikel 2(17) samt manglende guidance for tilsynsmyndighederne og Den Europæiske Kommission. Der er eksempelvis ikke et fælles EU-minimumsmål for, hvornår en aktivitet er bæredygtig, ligesom man som forvalter, ikke behøver at anvende EU's grønne taksonomi for bæredygtige aktiviteter (se nedenfor) i SFDR – heller ikke selvom en fond har bæredygtige klima- eller miljømål. Det betyder, at artikel 9-fonde kan have forskellige bæredygtige og miljømæssige mål. For eksempel kan nogle fonde koncentrere investeringerne i virksomheder, der beskæftiger sig med vedvarende energi, mens andre investerer bredt i virksomheder, der generelt er kompatibel med Paris-aftalens mål eller FN's verdensmål ("SDG").

Kapitalforvalterne har derfor også valgt forskellige tilgange til at definere en "bæredygtig investering". Fælles for dem alle er, at de har en metode, der understøtter SFDR 2(17), og hvor FN's verdensmål indgår som et kriterie. Da SFDR 2(17) er meget bredt formuleret og ikke definerer, hvordan en investering er bæredygtig, betyder det dog også, at der er store forskelle i, hvordan forvalterne definerer bæredygtige investeringer, især når der er tale om anvendelsen af taksonomien, hvilket behandles i næste afsnit.

Alle forvalterne har aktivt forvaltede artikel 9-fonde, mens to forvaltere også udbyder passivt forvaltede artikel 9-fonde, der følger et referenceindeks baseret på EU's retningslinjer for enten "Climate Transition Benchmark" eller "Paris-aligned Benchmark" (jf. figur 2). Størstedelen af de aktivt forvaltede artikel 9-fonde følger et smalt bæredygtigt mål som fx investeringer i klimaløsninger eller grønne obligationer, men der udbydes også bredere aktive fonde med et mere generelt fokus på SDG'erne.

At en bæredygtig investering kan defineres på forskellige måder, understreges også af, at der findes mange forskellige konstruktioner af bæredygtige indeks til brug for passivt forvaltede porteføljer, og markedsdialogen viser, at ikke alle forvaltere anvender samme type benchmark som sammenligningsindeks for deres bæredygtige porteføljer. Dette er vist i tragten nedenfor, hvor antal beholdninger i forskellige benchmarks med forskellige bæredygtighedsprofiler er vist.

Figur 2: MSCI-tragten (antal selskaber)



Af figuren ovenfor fremgår 4 forskellige MSCI-indeks for aktier, hvor kravene skærpes jo længere ned i tragten man kommer (fra venstre mod højre). MSCI All Country World (MSCI ACWI) er et bredt markedsindeks, der ikke har særlige bæredygtighedskarakteristika. De tre øvrige indeks anvendes alle i konstruktionen af passivt forvaltede artikel 9-fonde, og det interessante er her, at en af Kommunens forvaltere anvender MSCI All Country World Index Climate Change (MSCI ACWI Climate Change), som har næsten samme antal selskaber i beholdning som det brede indeks, mens en anden af Kommunens forvaltere anvender MSCI All Country World Index Climate Paris Aligned (MSCI ACWI Climate Paris Aligned) som benchmark-indeks for deres passive artikel 9-fond. Som følge af restriktionerne er den ene forvalters investeringsunivers ca. 35% af den anden forvalters investeringsunivers. Med andre ord er der betydelig forskel på, hvordan de to forvaltere definerer strategien bag deres passivt forvaltede artikel 9-fonde. Denne forskel kan man som investor kun se, vis man dykker ned i de bagvedliggende data og informationer for fondene.

Derudover viser figur 2, at samtlige forvalteres aktivt forvaltede artikel 9-fondes beholdninger er betragteligt mindre end de passivt forvaltede fonde, idet de blot udgør 40-60 selskaber. Det er også her, at KK's investeringer er foretaget, idet KK ikke har nogle passivt forvaltede investeringer.

### **Status på taksonomien**

Taksonomien er det fælles EU-sprog for, hvilke økonomiske aktiviteter der er miljømæssigt bæredygtige. Det er både finansielle og ikke-finansielle virksomheder, der skal rapportere i henhold til taksonomien. Investorer kan bruge taksonomien til at vurdere om investeringerne er bæredygtige og skal rapportere på, hvor stor en del af investeringerne, der efterlever taksonomien ("taxonomy-alignment") som en del af oplysningsforpligtelserne i SFDR. Taksonomien og dennes begreber er forklaret yderligere i Bilag 1.

Markedsdialogen har vist, at der er bred enighed om, at taksonomien er et godt værktøj for at arbejde med bæredygtige investeringer, og taksonomien indgår for alle kapitalforvalternes vedkommende som en del af definitionen på bæredygtige investeringer. Der dog stor forskel på, hvordan forvalterne bruger det. Det skyldes, at taksonomien fortsat er under udvikling, og virksomhederne først i år er pålagt at rapportere på deres arbejde med taksonomien, herunder hvor stor en del af deres omsætning, der kommer fra aktiviteter, som lever op til taksonomiens kriterier.

Derfor er det også kun på udvalgte produkter, at taksonomien anvendes aktivt. Typisk udgør andelen af fondenes samlede investeringer, der lever op til taksonomien under 10% for artikel 9-fonde, både i forhold til målsætninger, og hvad der faktisk ligger i fondene. Det gælder også for fonde med deciderede klimamål. Det er vores forventning, at taksonomien vil få en mere fremtrædende rolle i arbejdet med bæredygtige investeringer i takt med, at den bliver udviklet, og modenheten i datakvaliteten og -tilgængeligheden stiger, da virksomhederne begynder at rapportere i henhold til taksonomien. Rapporteringskravene er i 2023 blevet udvidet, så virksomheder også skal rapportere på, hvor stor en del af deres aktiviteter, der lever op til taksonomien og ikke blot, om de er omfattet af taksonomien. Derudover vil antallet af virksomheder, der skal rapportere efter taksonomien, stige markant fra omkring 11.000 til omkring 50.000 frem mod 2028, hvilket også bidrager til, at datatilgængeligheden øges. Endelig forventes taksonomien også at blive inkluderet i nogle af de bæredygtighedslabels, som gennemgås nedenfor, hvilket vil styrke taksonomien som værktøj i arbejdet med bæredygtige investeringer.

Fælles for alle forvalterne er, at hvis der er taksonomidata, kan det indgå som en definition på en bæredygtig investering, men det udgør ikke hovedparten af de bæredygtige investeringer. Der er også forskel hos forvalterne på, hvor stor en andel af virksomhedernes aktiviteter, der skal leve op til taksonomien før virksomheden indgår som en bæredygtig investering. Én forvalter anvender 20%, mens en anden forvalter anvender 50%. KK kan overveje at gå i dialog med kommende forvaltere om, hvad grænsen for at overholde taksonomien skal være, for at investeringen vurderes at være bæredygtig, når datatilgængeligheden på taksonomien er øget.

Hvis der sættes en for ambitiøs målsætning for, hvor stor en del af KK's investeringer, der skal efterleve taksonomien, risikerer KK, at investeringsuniverset bliver for smalt. Som nævnt ovenfor er der selv i artikel 9-fonde med klimamål kun en lille andel, der på nuværende tidspunkt overholder taksonomien, og især på aktieinvesteringerne er der meget langt op til målsætningen, som indgår i den nuværende metode og med de nuværende definitioner. Alternativt kan der sættes en målsætning for taksonomien, som er lavere end de 50%, som indgår for aktieinvesteringerne i 2023-2025, hvilket i så fald skulle kommunikeres og forklares tydeligere. Derfor anbefales det, at udviklingen i taksonomien fortsat følges tæt, herunder antallet af virksomheder som rapporterer på taksonomien samt kvaliteten af rapporteringen, før den anvendes som et målsætningsværktøj for bæredygtige investeringer.

### **Status på Svanemærket, EU's Ecolabel og andre bæredygtighedslabels**

Der findes en række bæredygtige mærkningsordninger på markedet for investeringsforeninger. Herhjemme findes det velkendte Svanemærket, som kendes fra fx shampoo og fødevarerprodukter, og som allerede er indeholdt i KK's model for grønne investeringer. For at leve op til Svanemærket skal man som forvalter leve op til en række kriterier i

forhold til, hvad man ikke investerer i som fx fossile brændsler og våben, og hvad man positivt vil bidrage til på det bæredygtige område, samt løbende rapportere om dette.

Foruden Svanemærket findes en række europæiske bæredygtighedslabels, som fx Luxflag. På politisk plan arbejdes der ligeledes med et EU Ecolabel, som ikke er vedtaget endeligt endnu, hvorfor rammerne fortsat er under udvikling.

Markedsdialogen har vist, at kun en enkelt forvalter arbejder aktivt med det nordiske Svanemærkes kriterier for investeringsfonde. De øvrige forvaltere anvender andre europæiske label-ordninger, hvor Luxflag og Towards Sustainability Label er de mest anvendte. Det skyldes blandt andet, at de fokuserer mere på processerne for arbejdet med bæredygtighed, og de europæiske label-ordninger kan anvendes på et bredt udsnit af fonde.

De forvaltere, der ikke anvender Svanemærket, begrundes det med, at ordningens restriktive kriterier ikke passer ind i de udbudte investeringsstrategier, ligesom der ikke har været kundeinteresse for Svanemærket. Evt. fremtidig brug af Svanemærket er således også drevet af, om der er en kommerciel forretningsmodel for forvalteren i at indføre det. Alle forvalterne følger dog med i Svanemærkets udvikling.

Den forvalter, der anvender Svanemærket aktivt, har 15 Svanemærkede fonde med en samlet formue på over 13 mia.kr. Samlet set er der 31 Svanemærkede fonde på det danske marked.

Såfremt, at der ikke kommer en generel øget efterspørgsel efter Svanmærkede fonde, vurderer vi ikke, at Svanemærket kan bidrage væsentligt yderligere til KK's model for grønne investeringer.

EU's Ecolabel er fortsat under udvikling, og det er derfor ikke en mærkningsordning, som forvalterne har arbejdet aktivt med. Der forventes heller ikke større interesse for EU's Ecolabel, når denne færdiggøres. Det skyldes blandt andet, at kriterierne forventes at være restriktive og ikke passer ind i de nuværende investeringsstrategier.

## **Grønne obligationer**

En grøn obligation er en obligation, hvor pengene fra obligationen går til grønne formål som fx finansiering af vedvarende energi.

Markedsdialogen bekræfter, at der er stor interesse for investering i grønne obligationer, og at der forventes et stigende marked for denne type obligationer fremover. Det gælder både på investerings- og udstedersiden.

Alle forvalterne anvender ICMA's Green Bond Principles som standard for definitionen af en grøn obligation. ICMA er det mest anerkendte rammeværktøj for grønne obligationer for både investorer og udstedere, hvilket i praksis også er det datagrundlag, som KK anvender, når det vurderes, om retningslinjerne for grønne obligationer overholdes.

Det forventes, at EU Green Bond Standard, som der blev nået politisk enighed om i februar 2023 og forventes at træde i kraft i 2024, kommer til at spille en markant rolle for investorerne fremover, og at den bliver den fremtrædende standard i EU om nogle år. Det skyldes, at denne standard vil bidrage til mere ensartethed for investorerne og samtidig skabe et link til både taksonomien og SFDR. Det betyder, at de mange EU-initiativer vil spille bedre sammen. ICMA vil fortsat blive anvendt, både i og uden for EU.

Kapitalforvalterne er enige om, at der er en såkaldt "greenium" for investorerne, når de investerer i grønne obligationer. En greenium er den præmie, der betales for at købe en grøn obligation i forhold til en tilsvarende ikke-grøn obligation med samme betingelser. Det betyder, at der er et rentefradrag, som er med til at gøre afkastet en smule lavere på en grøn obligation. Markedsdialogen har vist, at der typisk betales 1-8 basispunkter p.a. (0,01 til 0,08%-point) mere for en grøn obligation end for en tilsvarende ikke-grøn obligation. Det vil sige, at afkastet på en grøn obligation kan være op til 0,08 %-point p.a. lavere end på en tilsvarende ikke-grøn obligation. Forvalterne forsøger at vælge de rigtige obligationer og mener derfor ikke, at greenium påvirker afkastet samlet set under de nuværende rammer.



Det står klart, at grønne obligationer udgør en væsentlig aktivklasse i forhold til realiseringen af Kommunens mål for bæredygtige investeringer. Dette skyldes også, at markedet for grønne realkreditobligationer er stigende, hvilket betyder, at der kan komme et større bidrag til Kommunens obligationsmål på 27% bæredygtige investeringer fra obligationsporteføljen. Hvis KK ønsker at justere den nuværende metode for bæredygtige investeringer og gøre den endnu mere ambitiøs end i dag, kan det overvejes at se på denne del af investeringsuniverset, da et forventet stigende marked for grønne obligationer vil bidrage til, at målet fortsat er realistisk. Hvis andelen af grønne obligationer øges, kan det muligvis være med til at påvirke afkastet negativt grundet den førnævnte greenium.

### **Brugen af data- og serviceudbydere**

Markedsdialogen indikerer, at alle forvalterne arbejder med en eller flere ESG data- og serviceudbydere. Disse er virksomheder, der har specialiseret sig i at lave ESG-analyser af virksomheder og stille data til rådighed. De største er Sustainalytics, MSCI ESG og ISS ESG.

Alle forvalterne bruger data fra ESG-udbydere til at identificere bæredygtige virksomheder. Det kan fx være data på, om virksomhederne lever op til EU's taksonomi eller bidrager til FN's verdensmål. Negativlister bliver også opdateret på baggrund af data fra ESG-udbydere.

Fælles for kapitalforvalterne er, at de i højere grad bruger det underliggende data end konklusionen fra den enkelte ESG-udbyder. Det skyldes, at de enkelte dataudbydere har områder, hvor de er stærke, ligesom de enkelte forvaltere anvender data forskelligt til at definere en bæredygtig investering.

### **Finanstilsynets rolle**

Alle forvalterne er underlagt det danske Finanstilsyn, som i 2022 oprettede et særskilt "Kontoret for tilsyn med ESG". Oprettelsen af kontoret har medført, at der forventes et øget regulatorisk fokus i Danmark inden for bæredygtighedsområdet.

Tilsynet har indtil videre offentliggjort tre temaundersøgelser inden for SFDR, som understreger, at arbejdet er under fortsat udvikling, og at markedet har behov for retningslinjer og afklaringer inden for området.

Den seneste undersøgelse blev offentliggjort i februar 2023 og havde fokus på bæredygtighedsoplysninger i prospekter for fondes bæredygtige investeringer som mål, altså artikel 9-fonde. Undersøgelsen viser, at investeringsforvaltningsselskaberne for fondene ikke har sikret, at der oplyses tilstrækkeligt om bæredygtighed på en klar, fyldestgørende og forståelig måde. Bæredygtighedsoplysningerne er derfor utilstrækkelige. Dette understreger, at selvom kapitalforvalterne arbejder dedikeret og seriøst med SFDR, er der dels rum til forbedring, dels behov for yderligere guidance.

### **Status på KK's nuværende model for bæredygtige investeringer sammenholdt med markedet, herunder om modellen er realistisk og ambitiøs**

Kommunens model for bæredygtige investeringer indebærer, at 27% af obligationsbeholdningen og 50% af aktiebeholdningen skal være investeret i bæredygtige værdipapirer i 2025. Markedsdialogen har bekræftet, at Kommunens model både er realistisk, men at modellen også er ambitiøs.

Selvom kapitalforvalterne har forskellige definitioner af, hvad en bæredygtig investering er, bygger de alle på SFDR artikel 2(17). Dette er også grundlaget for KK's definition af en bæredygtig investering i værdipapirer sammen med investering i Svanemærkede fonde og artikel 9-fonde. Det bidrager til, at modellen både er ambitiøs og realistisk, da man ved at bruge SFDR 2(17) ikke afgrænser sig til enten at bruge taksonomien eller kun investere i artikel 9-fonde/Svanemærkede fonde, men også kan investere direkte i enkelte værdipapirer. Det bemærkes, at hvis der investeres i en artikel 8-fond, vil en investering i denne fond ikke bidrage til KK's målsætning om bæredygtige investeringer – dette på trods af, at den pågældende investering ligeledes kan ligge i en artikel 9-fond eller en Svanemærket fond.

Markedsdialogen indikerer desuden, at taksonomien som rammeværktøj fortsat er under udvikling og derfor fortsat ikke kan anvendes som en entydig definition af en grøn og bæredygtig investering. Det anbefales fortsat at følge udviklingen i, hvordan taksonomien anvendes, men også at være påpasselig med at sætte målsætninger for taksonomien p.t., da der kan være en risiko for, at investeringsrammerne dermed bliver for smalle. Det er vigtigt at understrege, at det ikke er udtryk for, at man er mindre ambitiøs, men at man sætter realistiske mål, der kan udvikle sig over tid. Dette understreges også af, at en enkelt forvalter ser aktiemålet som meget ambitiøst, da det vil være svært at investere 50% i aktier, der lever op til taksonomien i 2023. Det skyldes, at selvom KK investerer i artikel 9-fonde, vil investeringer, der lever op til taksonomien p.t. fortsat kun udgøre maksimalt 10 procent. Hvis taksonomien skal anvendes mere aktivt i arbejdet med den bæredygtige målsætning, er det især på obligationsmålet, som udgør den største del af porteføljen, at det er realistisk i takt med, at især markedet for grønne obligationer stiger. Taksonomien vurderes således at være et godt værktøj i fremtiden, men lige nu er den fortsat under udvikling, og datagrundlaget og -tilgængeligheden sparsom.

Markedsdialogen indikerer ligeledes, at der ved anvendelse af KK's negativliste kan ske eksklusioner af selskaber, som den enkelte forvalter ellers definerer som bæredygtig, hvilket har betydet, at KK vil være afskåret fra at investere direkte i en artikel 9-fond, som har de pågældende selskaber i beholdning. Udfordringen opstår, fordi markedet anvender forskellige dataleverandører og kilder som grundlag for udarbejdelse af negativlisten.

Derudover kan de kriterier, der er lagt til grund for negativlisten, opfattes som for restriktive på produktionskapaciteten for forsyningsselskaber. Det kan overvejes, om kriterierne for negativlisten kan være mindre generiske med mulighed for at påvirke de selskaber, som er i gang med en veldokumenteret bæredygtig omstilling yderligere og dermed ikke ekskludere dem fra investeringsuniverset.

Det er fra markedet ligeledes blevet foreslået, at det bør være op til den enkelte forvalter at definere bæredygtige investeringer og lave egne bæredygtighedsanalyser, og så er det forvalterens opgave at dokumentere, at investeringerne er bæredygtige. Det skyldes igen, at brugen af forskellige dataudbydere dels påvirker hvilke selskaber, der kommer på negativlisten, dels hvilke selskaber, der anses som bæredygtige.

Fordelen ved at KK har en negativliste baseret på generiske kriterier er, at den er nem at vedligeholde og fastsætte politisk set. Negativlisten tydeliggør, at der er visse selskaber, som KK uomtvisteligt ikke ønsker at investere i. Dette kan have en betydelig værdi for politikkerne og KK's embedsværk i forbindelse med kommunikation til omverdenen. Det understreger også dilemmaet i forhold til at arbejde med ansvarlige investeringer og eksklusion, da nogle selskaber på negativlisten kan blive opfattet som bæredygtige af andre aktører og markedsdeltagere.

## **Bilag 1 – Definitioner**

Når man taler om ESG, ansvarlige og bæredygtige investeringer, er der mange forkortelser og begreber, man skal forholde sig til. I dette bilag defineres de mest anvendte begreber og forkortelser inden for ESG og bæredygtige investeringer, som er brugt i dette notat.

### ***Aktivt forvaltet fond***

En fond, der igennem aktive til- og fravalg i investeringsuniverset, forsøger at give et bedre afkast end det relevante investeringsunivers/benchmark.

### ***Artikel 6-produkt***

Et produkt, der hverken følger miljømæssige/sociale karakteristika eller har et bæredygtigt investeringsmål. Dvs. alt andet end artikel 8/9 jf. nedenfor.

### ***Artikel 8-produkt***

Et finansielt produkt som fx en UCITS, der fremmer miljømæssige og/eller sociale karakteristika og hvor investeringerne følger god ledelsespraksis. Disse fonde kaldes også for lysegrønne fonde og har ikke nødvendigvis bæredygtig investering som sit mål.

### ***Artikel 9-produkt***

Et finansielt produkt som fx en UCITS, der har et bæredygtigt investeringsmål jf. SFDR 2(17). Det kan fx være et mål om at bidrage til at løse nogle af klodens udfordringer igennem tiltag til at bekæmpe klimaforandringerne. Disse fonde kaldes også for mørkegrønne fonde.

### ***AUM***

Aktiver under forvaltning, eller på engelsk "assets under management" (AUM), er en fagterm, der bruges inden for finansiering til at beskrive markedsværdien af de samlede finansielle aktiver, som en finansiell institution har under forvaltning.

### ***Bæredygtig investering som defineret i SFDR artikel 2(17)***

En investering i en økonomisk aktivitet, som bidrager til:

- Et *miljømæssigt mål* som målt fx ved hjælp af nøgleindikatorer for ressourceeffektivitet for anvendelse af energi, vedvarende energi, råmaterialer, vand og jord, for affaldsproduktion og drivhusgasemissioner eller for dens indvirkning på biodiversiteten og den cirkulære økonomi *eller*
- Et *socialt mål*, navnlig en investering, som bidrager til at bekæmpe ulighed, eller som fremmer social samhørighed, social integration og arbejdsmarkedsrelationer, eller en investering i menneskelig kapital eller økonomisk eller socialt dårligt stillede lokalsamfund

forudsat at sådanne investeringer *ikke er til væsentlig skade* for nogen af disse mål, og at de virksomheder, der investeres i, *følger god ledelsespraksis*, navnlig med hensyn til solide ledelsesstrukturer, arbejdstagerforhold, aflønning af personale og overholdelse af skatteregler.

### ***ESG (Environmental, Social & Governance)***

ESG-begrebet måler og beskriver virksomhedernes håndtering af miljømæssige, sociale og ledelsesmæssige forhold. Integration af ESG kan både bruges til at identificere risici som fx klimarelaterede risici samt muligheder som fx investering i den grønne omstilling.

### ***ESG-risici/bæredygtighedsrisici***

Ved en bæredygtighedsrisiko (eller ESG-risiko) forstås en miljømæssig, social eller ledelsesmæssig begivenhed eller omstændighed, som, hvis den opstår, kunne have faktisk eller potentiel væsentlig negativ indvirkning på værdien af en investering.

### ***ESG-faktorer/bæredygtighedsfaktor***

ESG-faktorer er miljømæssige, sociale og personalemæssige spørgsmål samt spørgsmål vedrørende respekt for menneskerettighederne og bekæmpelse af korruption og bestikkelse.

### ***EU Climate Transition Benchmark (CTB)***

EU CTB er sammenligningsindeks, som kapitalforvaltere kan bruge til at måle deres arbejde med investeringer i klimaomstilling. Et EU CTB skal leve op til en række krav, som fx 30% CO<sub>2</sub>-reduktion i forhold til et ækvivalent benchmark samt relevante eksklusion af visse selskaber.

### ***EU Paris-aligned Benchmark (PAB)***

EU PAB er sammenligningsindeks, som kapitalforvaltere kan bruge til at måle deres arbejde med investeringer med ambitionen om at leve op til Paris-aftalen. Et EU PAB skal leve op til en række krav, som fx 50% CO<sub>2</sub>-reduktion i forhold til et ækvivalent benchmark samt eksklusion af en række sektorer såsom virksomheden inden for udvinding af fossile brændsler eller produktion våben og tobak.

Et PAB har strengere krav end et tilsvarende EU CTB.

### ***EU's Ecolabel***

EU's Ecolabel er en offentlig, europæisk mærkningsordning, som fortsat er under udarbejdelse. Det forventes, at den kommer til at bygge på kriterierne i EU's taksonomi.

### ***Grøn obligation***

En grøn obligation er en obligation, hvor pengene går til grønne formål som fx finansiering af vedvarende energi.

Udstedere af grønne obligationer har en ramme for, hvad de kan klassificere som grønt. Dette gøres ved hjælp af anerkendte guidelines som fx ICMA's Green Bond Principles. Der stiller en række krav til udstederen om fx processer og rapportering.

EU er i gang med at udvikle en EU Green Bond Standard, som anvender EU's taksonomi som grundlag.

### ***ICMA***

ICMA står for "International Capital Market Association" og er en organisation for banker og udstedere af værdipapirer, og de står bag Green Bond Principles.

### ***Offentliggørelsesforordningen- / Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR) (Regulation (EU) 2019/2088)***

Offentliggørelsesforordningen (eller Disclosure-forordningen/SFDR) er de europæiske lovregler, der sætter rammerne for, hvordan og hvor finansielle markedsdeltagere som fx kapitalforvaltere og pensionskasser skal oplyse om deres arbejde om bæredygtighed. Både for de enkelte finansielle produkter, som udbydes og generelt. Det er i SFDR, at man taler om hhv. artikel 6, 8 og 9-produkter, ligesom det er i SFDR's artikel 2(17), at "bæredygtig investering" er defineret.

### ***Passivt forvaltet fond***

En fond, der investerer i de samme beholdninger og med samme vægte som et investeringsunivers/benchmark, og dermed har samme afkastprofil.

### ***Principal Adverse Impact (PAI) / Negativ bæredygtighedsvirkning***

En investeringsbeslutning negative indvirkning på en bæredygtighedsfaktor.

### ***Svanemærket***

Svanemærket er en mærkningsordning for nordiske investeringsfonde. For at leve op til Svanemærket skal man som forvalter leve op til en række kriterier i forhold til, hvad man ikke investerer i som fx fossile brændsler og våben, og hvad man positivt vil bidrage til på det bæredygtige område samt løbende rapportere om dette.

### ***Taksonomien (Regulation (EU) 2020/852)***

Taksonomien er det fælles EU-sprog for, hvilke økonomiske aktiviteter der er miljømæssige bæredygtige. Det er både finansielle og ikke-finansielle virksomheder, skal leve op til taksonomien.

For at en aktivitet skal kunne leve op til taksonomien skal fire kriterier være overholdt:

- Aktiviteten skal bidrage væsentligt til et af seks miljømål
- Aktiviteten må ikke forårsage væsentlig skade på nogen af de andre miljømål
- Aktiviteten skal opfylde sociale minimumsgarantier som fx OECD guidelines
- Aktiviteten skal være i overensstemmelse med tekniske screeningskriterier

Hvis en aktivitet lever op til alle fire, siges den at være "taxonomy-aligned". Hvis aktiviteten er omfattet af reguleringen, men ikke lever op til ovenstående fire kriterier, siges den at være "taxonomy-eligible".

Investorer kan bruge taksonomien til at vurdere, om investeringerne er bæredygtige og skal rapportere på graden af taxonomy-alignment som en del af oplysningsforpligtelserne i SFDR.

## Bilag 2 - Spørgeramme

1. *Hvordan arbejder I med artikel 9-fonde, og hvor mange har I?*
2. *Kan I beskrive den historiske udvikling i artikel 9-fonde (her menes ift. spredning, antal aktier i fonden mv.)?*
3. *Hvor mange investeringer består de enkelte artikel 9-fonde af, og hvor stor er AUM?*
4. *Er fondene aktivt eller passivt forvaltede?*
5. *Hvordan er jeres definition af bæredygtige investeringer relateret til SFDR artikel 2(17)?*
6. *Hvordan anvender I taksonomien som en del af jeres arbejde med bæredygtige investeringer, herunder hvor meget af investeringsuniverset der hhv. er omfattet af taksonomien ("taxonomy-eligible") og lever op til taksonomien ("taxonomy-aligned")?*
7. *Hvordan arbejder I med Svanemærket for investeringsfonde?*
8. *Hvor forventer I, at EU's Ecolabel og Green Bond Standard vil blive anvendt?*
9. *Hvordan arbejder I med investering i grønne obligationer, og hvordan forventer I, at markedet for grønne obligationer udvikler sig? Ser I en forskel i spread og afkast i forhold til andre obligationer?*
10. *Hvordan samarbejder I med eksterne data- og serviceudbydere såsom MSCI ESG, Sustainalytics og ISS ESG?*
11. *Er Københavns Kommunes nuværende rammer for bæredygtige investeringer frem mod 2025 realistiske?*
12. *Og er der nogle konflikter mellem Københavns Kommunes eksklusionsliste og implementering af grønne investeringer? Kan eksklusionslisten fx betyde, at man ikke kan investere i artikel 9-fonde?*

ATP's spørgeramme afveg en lille smule fra de andre markedsdeltagere, da ATP er en offentlig investor, og ikke en markedsdeltager, som forvalter andre investorers penge.