

27. maj 2024

Notat

Statusnotat vedr. modenheden omkring rammeværktøjet for bæredygtige investeringer i 2024

Interessen for bæredygtige investeringer er i stor udvikling, både i Danmark og i resten af Europa. Det skyldes i særdeleshed en stigende efterspørgsel fra investorerne, men ligeledes et øget regulatorisk fokus fra EU's side, hvor en række nye initiativer er trådt i kraft de seneste år.

I 2023 udarbejdede Deloitte på Københavns Kommune ("KK" eller "Kommunen") foranledning et notat, der afdækkede markedet for bæredygtige investeringer, herunder med fokus på udviklingen inden for bæredygtige investeringer de seneste år. Notatet skitserede derudover, hvordan Kommunens metodik i relation til at foretage bæredygtige investeringer blev implementeret af forvalterne, og om målsætningerne i Kommunens politik for ansvarlige investeringer var realistisk og ambitiøs.

Da markedet for bæredygtige investeringer, herunder de regulatoriske initiativer, er i stor udvikling, har Kommunen bedt Deloitte om at udarbejde en opdatering til notatet inklusiv en opdatering på den regulatoriske udvikling inden for bæredygtighed siden udarbejdelse af notatet i 2023.

Deloitte har i perioden 15. april 2024 til 24. maj 2024 bistået KK med en supplerende markedsafdækning vedrørende bæredygtige investeringer.

Statusnotatet fokuserer specifikt på følgende emner:

1. Status på Disclosure-forordningen (SFDR) inklusiv definitionen i 2(17) og opdatering siden 2022/2023, herunder på PAI-rapportering fra kapitalforvalterne.
2. Status på EU-Taksonomien for grønne investeringer (taksonomien) og opdatering siden 2022/2023, herunder hvad det har betydet, at virksomheder (både finansielle og ikke-finansielle) har rapporteret på, om de lever op til taksonomien ("taxonomy-aligned") samt om begrænsningerne i forhold til, at det er EU lovgivning og ikke gælder uden for EU.
3. Introduktion til EU's Corporate Sustainability Reporting Directive ("CSRD"), som pålægger virksomhederne yderligere krav til bæredygtighedsrapportering i 2024 og frem.
4. Finanstilsynets rolle inden for bæredygtig finansiering, herunder hvordan Tilsynet arbejder med SFDR og taksonomien og de retningslinjer, som er udstukket herfra.
5. Grønne obligationer, herunder realalkreditobligationer som en del af KK's nuværende rammer for bæredygtige investeringer.
6. Udvikling ift. Svanemærkede investeringsfonde.
7. Udvikling i data samt udbydere af ESG-data, herunder datakvaliteten og forskellen mellem virksomheder i EU og uden for EU.
8. Hvilke nye muligheder og begrænsninger der findes i relation til bæredygtige investeringer.
9. Status i forhold til om Københavns Kommunes målsætninger fortsat er ambitiøse og realistiske.

Notatets indhold

Notatet indledes med en kort sammenfatning af hovedkonklusionerne fra analysen med fokus på emnerne nævnt i afsnittet ovenfor. Herefter beskrives de to metoder, som vi anvender til at afdække de ni omtalte emner. De ni emner behandles derefter særskilt, med afsæt i analyserne. Notatet afrundes med tre bilag, som dækker over en opgørelse over definitioner i bilag 1, den spørgeramme, som blev fremsendt til markedsaktørerne i forbindelse med markedsdialogen i bilag 2 samt en oversigt over indikatorer for negative bæredygtighedsvirkninger i bilag 3.

Sammenfatning

I markedsdialogen med udvalgte markedsaktører har Deloitte i samarbejde med Kommunen inviteret de fire nuværende kapitalforvaltere ("forvalterne") og administrator i KK's investeringsforening, henholdsvis Nykredit Asset Management, Danske Bank, herunder Danske Invest Management (Kommunens administrator), Nordea Asset Management samt SEB Asset Management. Alle aktører valgte at deltage i markedsdialogen. I forhold til 2023 er SEB Asset Management ny aktør i markedsdialogen hvilket skyldes, at KK i 2023 udbød sine kapitalforvaltningsaftaler og udskiftede Jyske Bank med SEB Asset Management.

Forvalterne har generelt tilkendegivet, at Kommunens målsætningen for grønne/bæredygtige investeringer betragtes som værende ambitiøse – også sammenlignet med lignende mandater – og med de retningslinjer og investeringsmuligheder, som forvalterne har, betragtes de også som værende realistiske. Hvis der findes en fælles forståelse for definitionen af bæredygtige investeringer mellem forvalterne og administrator, indikerer markedsdialogen, at der er mulighed for at hæve målsætningen for den bæredygtige aktieandel (den nuværende målsætning er, at 50% af aktierne skal være bæredygtige).

Markedet forsøger at navigere blandt de værktøjer og rammer, som findes. Ikke desto mindre mangler der fortsat entydig afklaring af og konsensus om, hvad definitionen af en bæredygtig investering er, og hvordan det måles om en investering er bæredygtig. Dette notat berør de forskellige muligheder og begrænsninger, der er inden for de forskellige rammeværktøjer, reguleringer, definitioner og datatilgængelighed.

Nedenfor beskrives en kort introduktion til metoden for analysen, og herefter sammenfattes hovedkonklusioner for hver af de ni emner.

Metode

Deloitte har anvendt to metoder til at afdække markedet for bæredygtige investeringer og den regulatoriske udvikling på området i 2024, herunder desktop-analyse og markedsdialog. I desktop-analysen anvender Deloitte offentligt tilgængelige data eller anden markedsdata via Deloitte's licenser samt den viden, Deloitte har via sit markedskendskab.

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 bæredygtighed¹. 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).

I juni 2023 skulle kapitalforvalterne for første gang rapportere data i deres erklæring på de såkaldte vigtigste negative indvirkninger på bæredygtighedsfaktorer (på engelsk: statement on principal adverse impact on sustainability factors, forkortet "PAI-statement"). Det betyder, at forvalterne fremover en gang årligt skal rapportere på hvor meget CO2 der udledes igennem deres investeringer og andre indikatorer for negativ indvirkning som fx

¹ Se den detaljerede definition af Offentliggørelsesforordningen i bilag 1

lønforskelle mellem kønnene². Der er dog konstateret en stor forskel i de underliggende datapunkter, hvilket skyldes brugen af forskellige dataleverandører.

Der har ikke været konstateret en større udvikling i hverken antallet af strategier, antallet af fonde eller andelen investeret i artikel 9-fonde i forhold til den samlede kapital under forvaltning hos de fire forvaltere, der har indgået i markedsdialogen.

Baseret på vores markedskendskab forventer vi, at der vil være et stigende fokus på artikel 9-fonde fremover, og at andelen dermed vil stige, ligesom antallet af strategier forventes at stige.

EU-taksonomien

Taksonomien er det fælles EU-værktøj for, hvilke økonomiske aktiviteter der er miljømæssige bæredygtige. Det er både børsnoterede finansielle og ikke-finansielle virksomheder med mere end 500 ansatte, der skal rapportere på, hvor stor en del af deres aktiviteter, der lever op til taksonomien. Som noget nyt skulle bankerne bag forvalterne i 2024 selv rapportere på deres efterlevelse af taksonomien inklusiv deres kapitalforvaltningsaktiviteter for regnskabsåret 2023. Markedet indikerer fortsat, at udviklingen i taksonomien 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 2023 begyndte at rapportere på, hvor grønne deres aktiviteter er i henhold til taksonomien.

Fælles for alle forvalterne er, at taksonomien indgår som en del af definitionen for, hvordan en investering kan være bæredygtig. Men der er også stor forskel på, hvordan taksonomien anvendes som en del af definitionen af en bæredygtig investering.

At taksonomien fortsat er under udvikling, kan også ses i, at andelen af investeringerne, der lever op til taksonomien i de mest bæredygtige artikel 9-fonde, fortsat er under 10 % og nogle gange helt ned til 2-3%.

Forvalterne bruger typisk en eller flere eksterne dataleverandører til at få data på, om en virksomhed lever op til taksonomien.

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. KK kan overveje at gå i dialog med forvalterne om, hvad grænsen for at overholde taksonomien skal være, for at investeringen vurderes at være bæredygtig, når datatilgængeligheden på taksonomien er modnet.

Taksonomien vurderes således at være et godt værktøj i fremtiden, men lige nu er den fortsat under udvikling, og datagrundlaget og -tilgængeligheden sparsom, hvilket er den store ulempe ved taksonomien som værktøj.

Introduktion til CSRD

Den 1. januar 2024 trådte EU-direktivet om virksomheders bæredygtighedsrapportering (på engelsk Corporate Sustainability Reporting Directive, forkortet "CSRD") i kraft. CSRD pålægger både finansielle og ikke-finansielle virksomheder yderligere rapporteringskrav om bæredygtighed såsom klimapåvirkning og arbejdstagerforhold i virksomhedernes årsrapport fra 2024 og frem og forventes at styrke kvaliteten af den data vedrørende bæredygtighed, som kapitalforvalterne modtager fremover. Det skyldes dels, at der forventes at blive rapporteret flere ESG-datapunkter, dels at der stilles krav om ekstern verifikation af bæredygtighedsrapporteringen igennem selskabernes revisor.

Finanstilsynets rolle

Tilsynet prioriterer fortsat arbejdet med bæredygtig finansiering. Deloitte er bekendt med, at Tilsynet har været på besøg hos finansielle markedsdeltagere, hvor resultatet af disse fortsat udestår, men det understreger, at Tilsynet tager opgaven seriøst, og at der er stor fokus på, hvordan markedet arbejder med og oplyser om bæredygtighed.

² Se bilag 3, der lister de obligatoriske PAI-indikatorer

Grønne obligationer og realkreditobligationer

Forvalterne gør alle brug af de internationalt anerkendte ICMA's retningslinjer for grønne obligationer for at identificere denne type af obligationer.

I forhold til arbejdet med bæredygtige realkreditobligationer findes der ikke en ensrettet tilgang foruden de realkreditobligationer, der er udstedt som grønne obligationer. En enkelt forvalter har i slutningen af 2023 udarbejdet en særlig metode for at vurdere, om en realkreditobligation er bæredygtig, mens andre forvaltere kigger på CO2 data baseret på energimærkning gennem ECBC-skabeloner. Forvalternes arbejde med at investere i bæredygtige realkreditobligationer bør følges fremover, så der potentielt kan komme en større bidrag fra Kommunens investeringer i realkreditobligationer. Dette gælder særligt, hvis målsætningen for obligationsandelen justeres.

Svanemærket

Kun en enkelt af de adspurgte forvaltere anvender det nordiske Svanemærket aktivt, og der er ikke konstateret en udvikling i arbejdet med Svanemærket på det danske marked.

Markedsdialogen har vist, at efterspørgslen efter Svanemærkede investeringsfonde fortsat er lille og ikke i vækst, og såfremt der ikke kommer en generel øget efterspørgsel efter Svanemærkede fonde, vurderes det ikke, at Svanemærket kan bidrage væsentligt yderligere til KK's målsætning for grønne investeringer.

Udvikling i ESG-data

Alle forvalterne anvender flere anerkendte ESG-dataudbydere, som er specialiserede analysevirksomheder inden for bæredygtighed, til at vurdere, om en investering eller virksomhed er bæredygtig. Fælles for kapitalforvalterne er fortsat, 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. Det betyder, at en investering, som flere forskellige forvaltere har foretaget, vil kunne bidrage med en forskellig andel bæredygtighed hos de enkelte forvaltere. Forvalterne gav udtryk for, at det er en dialog, de også har med KK og administrator. Det er DIMA som administrator, der har ansvaret for at overvåge, om KK's retningslinjer og målsætningen overholdes og dermed DIMA's datagrundlag og definitioner, der anvendes.

Derudover er det en udfordring, at der kan være en forsinkelse i data. I takt med at flere virksomheder bliver omfattet af lovgivningen med krav om revisorpåtegning forventes det, at datakvaliteten styrkes.

Nye muligheder og begrænsninger

Markedsdialogen har vist, at biodiversitet som emne har fyldt markant mere det sidste år end tidligere. Der er stadig udfordringer med, hvordan man kan måle det positive bidrag til biodiversitet, men der er enighed blandt forvalterne om, at det er emne, der bør følges tæt fremover. Derudover har en forvalter også påpeget, at fokus på virksomhedernes arbejde med at få deres klimamål eksternt valideret som et såkaldt Science-Based Target (SBT) kan indgå som en del af vurderingen af, om en investering er bæredygtig.

En stor begrænsning generelt er, at forvalterne og administrator anvender forskellige datakilder og dermed har forskellige opfattelser af, hvor stor en del af det forvaltede mandat, der er bæredygtigt eller ekskluderet. Forvalterne forventer dog under alle omstændigheder, at deres mandat vil bidrage positivt til KK's målsætning, men hvis målsætningen justeres, er det vigtigt at være opmærksom på datatilgangen.

Det betyder også, at diskussionen om bæredygtige investeringer ikke er sort/hvid og kommer an på både definitioner, datagrundlag og investeringsstrategi.

Kommunens målsætninger for bæredygtige investeringer

KK's nuværende definition af bæredygtige investeringer indebærer, at grønne investeringer i 2025 skal udgøre hhv. 27% af obligationsinvesteringerne og 50% af aktieinvesteringerne. KK anvender for aktier definitionen af bæredygtige investeringer fra 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. For obligationer er der tale om grønne obligationer.

Markedsdialogen har vist, at KK's model for bæredygtige investeringer fortsat vurderes at være både realistisk og ambitiøs. For aktiedelen, hvor målsætningen er, at 50% af disse skal være bæredygtige i 2025, vurderes det, at selvom det er ambitiøst, er der mulighed for at gøre den endnu mere ambitiøs, hvis der er enighed mellem forvalterne og administrator om, hvordan en aktieinvestering defineres som bæredygtig ud fra et datamæssigt synspunkt. For obligationsdelen forventes det, at der vil komme yderligere udvikling, især inden for realkreditobligationsmarkedet, hvilket potentielt kan give et større bidrag til kommunens andel af grønne investeringer fra obligationsporteføljen.

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 i og med for få investeringer lever op til taksonomiens kriterier for at være grøn. 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 smalt³.

Metode

For at belyse de ni 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.

Desktop-analyse

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

- Data med licens
- Offentlige medier, herunder avisartikler om bæredygtige investeringer
- Kapitalforvalteres hjemmesider
- Markedsstatistikker for investeringsforeninger
- Andet offentligt tilgængeligt markedsdata
- Notater og høringsudkast fra de europæiske finanstillsynsmyndigheder samt det danske Finanstilsyn

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, igennem de erfaringer, som vi har med at rådgive den finansielle sektor og kapitalforvalterne om deres arbejde med bæredygtig finansiering og den regulatoriske udvikling på området.

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 Asset Management
- Nordea Asset Management
- SEB Asset Management

³ 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.

Alle fire forvaltere valgte at deltage i dialogen. Dialogmøderne blev afholdt fra d. 22. og 23. april 2024.

For at sikre, at alle markedsdeltagere fik stillet de samme spørgsmål, udarbejdede Deloitte en spørgeramme til at styre markedsdialogen med de fire 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 fremgår direkte af markedsafdækningen, hvad den enkelte forvalter har givet udtryk for. Princippet er indarbejdet for at sikre, at forvalternes feedback er så åben og ærlig som muligt, med henblik på at styrke kvaliteten af analysen.

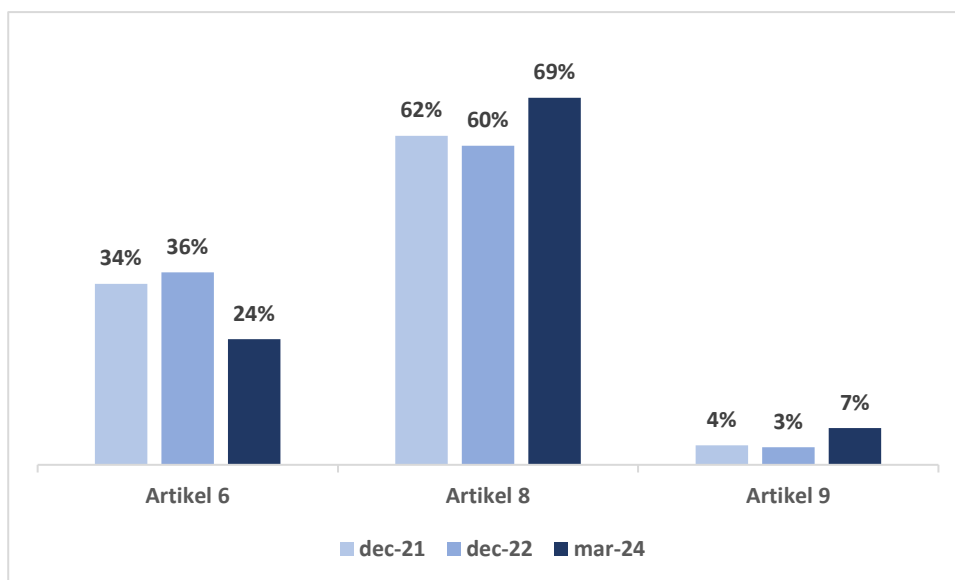
Status på Disclosure-forordningen (SFDR), herunder 2(17) og opdatering siden 2022/2023, herunder på PAI-rapportering fra kapitalforvalterne

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.

På det samlede danske marked for investeringsfonde er der i 2023 og 2024 sket et større skift i fordelingen af fondene, da flere fonde nu er enten artikel 8 eller 9 og dermed enten følger nogle miljømæssige/socialt karakteristika eller har bæredygtig investering som mål. Faktisk er andelen af de mest bæredygtige artikel 9-fonde fordoblet siden 2022. Udviklingen er skitseret i figur 1 nedenfor, baseret på Deloitte's analyse af markedsdata for detailfonde i Danmark.

Figur 1: Udvikling i fordeling af antal danske detailfonde i henhold til SFDR



Formuen pr. 31. marts 2024 var fordelt på følgende måde.

Tabel 1: Fordeling af danske detailfonde på nettoformue i henhold til SFDR pr. 31. marts 2024

SFDR	Nettoformue (mio. kr.)	Nettoformue (%)
Artikel 6	303.809	26%
Artikel 8	802.498	69%
Artikel 9	50.211	4%
I alt	1.156.518	100%

Artikel 8-fonde udgør også på nettoformue den største andel af fondene på det danske marked, og nettoformuen i artikel 9-fonde udgør 4% af den samlede nettoformue. Det vil sige, at artikel 9-fonde udgør en mindre delt målt på formue end på antallet af fonde, hvor de udgør 7% jf. Figur 1.

Samlet set er der placeret over 50 milliarder DKK i danske artikel 9-fonde rettet mod detailinvestorer.

Markedsdialogen bekræfter, at kapitalforvalterne fortsat har arbejdet dedikeret og seriøst med SFDR i 2023 og 2024.

Mens fokus i første halvdel af 2023 var på at rapportere efter de rapporteringsskabeloner, som trådte i kraft 1. januar 2023, har fokus sidenhen været på at arbejde med rammeværktøjet omkring bæredygtige investeringer og sikre, at processen omkring arbejdet løbende bliver styrket.

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 udarbejdet forskellige tilgange til at definere en "bæredygtig investering". Fælles for dem alle er, at de har en tilgang og definition, 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.

Tabel 2 viser antallet af artikel 9 strategier og -fonde for de fire forvaltere samt hvor meget af den samlede formue, der er i artikel 9-fonde.

Tabel 2: Oversigt over artikel 9-fonde hos forvalterne pr. 31. marts 2024

	Forvalter 1	Forvalter 2	Forvalter 3	Forvalter 4
Antal artikel 9 strategier	11	5	1	9
Antal artikel 9 fonde	18	8	1	9
Andel af formuen i artikel 9 ift. samlet formue (%)	9%	5%	6%	3%

Andelen af formuen, der er placeret i artikel 9-fonde hos de fire forvaltere, ligger således på niveau med det samlede marked, men der ses en stor forskel på antallet af artikel 9-strategier imellem de enkelte forvaltere på det danske marked.

Selvom der generelt er kommet flere artikel 9-fonde på markedet, så har de fire forvaltere ikke lanceret nye artikel 9-fonde siden 2023. Det skyldes blandt andet, at de fire forvaltere anses som værende de førende inden for området og derfor allerede har udbudt artikel 9-produkter i flere år. Men flere af forvalterne har tilkendegivet, at de har planer om at lancere nye artikel 9-fonde i løbet af 2024 med forskellige fokusområder, der alle lever op til de enkelte forvalteres definition af bæredygtige investeringer.

Derudover har forvalterne siden 2023 haft fokus på at udarbejde den første rapportering om deres investeringsbeslutningers negative bæredygtighedsvirkninger med data i 2023, hvilket behandles særskilt i næste afsnit.

SFDR vurderes generelt at være et svært rammeværktøj til at fortælle om bæredygtigheden i finansielle produkter, særligt over for private investorer. Det skyldes blandt andet, at mængden af oplysninger, som skal oplyses i de enkelte rapporteringsskabeloner, er meget omfangsrig, ligesom oplysningerne ofte er af investeringsteknisk karakter. De tre europæiske finanstilsyn⁴ lancerede derfor i første halvår en høring med udkast til simple rapporteringsskabeloner, som udkom i endelig form i december 2023. De opdaterede rapporteringsskabeloner forventes tidligst at træde i kraft i 2025, hvorfor de nuværende skabeloner fortsat anvendes.

Selvom SFDR omhandler arbejdet med bæredygtighed og ikke er et klassifikationssystem eller labelordning, er det i praksis blevet anvendt som dette. Dette har EU Kommissionen erkendt og lancerede derfor i slutningen af 2023 en høring om behovet for at opdatere SFDR, herunder behovet for en labelordning for de enkelte fonde. Udfaldet af denne høring, og hvad Kommissionen ender med at foreslå afventer fortsat, men det kan potentielt få en stor indvirkning på kapitalforvalternes arbejde med SFDR.

Ny SFDR-rapportering i 2023 – vigtigste negative indvirkninger på bæredygtighedsfaktorer

SFDR er som nævnt en oplysningsforordning, som påbyder kapitalforvalterne at rapportere på en række forhold relateret til ESG og bæredygtighed. I juni 2023 skulle kapitalforvalterne for første gang rapportere data i deres erklæring på de såkaldte vigtigste negative indvirkninger på bæredygtighedsfaktorer (på engelsk: statement on principal adverse impact on sustainability factors, forkortet "PAI-statement").

En bæredygtighedsfaktor kan fx være relateret til klimaet som CO₂-udledning, men det kan også være sociale faktorer som fx lønforskelle mellem køn eller manglende overholdelse af internationale retningslinjer. I alt er der 18 obligatoriske faktorer, som forvalterne skal rapportere på, samt yderligere en række frivillige indikatorer, hvor der som minimum skal rapporteres på 2.

Det betyder konkret, at forvalterne eksempelvis skal rapportere på, hvor meget CO₂, der kommer fra deres investeringer, hvor meget energiforbrug investeringer har og hvor stor lønforskel der er i virksomheder. Alle PAI-indikatorer fremgår af Bilag 3.

Derudover skal forvalterne forklare hvilke handlinger, der er blevet iværksat det foregående år for at nedbringe de enkelte indikatorer.

PAI-rapporteringen skal laves på tværs af aktivklasser og porteføljer. Det betyder, at det kan være svært at sammenligne forskellige forvaltere, da værdierne i høj grad afhænger af typen af investering, datakilde, datadækning samt størrelse på forvalternes kapital under forvaltning, da nogle af indikatorerne er afhængige af, hvor meget man har investeret. Især data for Scope 3 CO₂-emissioner – altså de CO₂-emissioner, som kommer fra virksomhedens værdikæde – er umodent og forbundet med estimeringer. Derfor kan der også opleves store forskelle i de samlede CO₂-emissioner, som KK's forvaltere rapporterer, hvilket gør validiteten af rapporteringen tvivlsom.

Status på EU-Taksonomien for grønne investeringer (taksonomien) og opdatering siden 2022/2023, herunder hvad det har betydet, at virksomheder (både finansielle og ikke-finansielle) har rapporteret på, om de lever op til taksonomien ("taxonomy-aligned") samt om begrænsningerne i forhold til, at det er EU lovgivning og ikke gælder uden for EU

Taksonomien er det fælles EU-sprog for, hvilke økonomiske aktiviteter der er miljømæssigt bæredygtige. Taksonomien definerer seks miljømål (se Bilag 1), og i 2024 er de sidste seks miljømål trådt i kraft foruden de to klimamål. Det er både børsnoterede finansielle og ikke-finansielle virksomheder med mere end 500 ansatte, 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-

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

alignment”) som en del af oplysningsforpligtelserne i SFDR. Taksonomien og dennes begreber er forklaret yderligere i Bilag 1.

I 2024 har store finansielle virksomheder, herunder banker, kapitalforvaltere og forsikringsselskaber, for første gang rapporteret på, om deres aktiviteter – dvs. udlån, investeringer eller forsikringer – lever op til taksonomien. Deloitte's undersøgelse har vist, at der typisk er rapporteret meget små tal, ned til 0-2 %, fordi der er store dokumentationskrav for virksomhederne, hvis de skal kunne godtgøre, at deres aktiviteter er grønne i henhold til taksonomien. Det betyder også, at de finansielle virksomheder har valgt en forsigtig tilgang til at vurdere deres udlån og investeringer som grønne efter taksonomien.

Markedsdialogen indikerer fortsat, at der er bred enighed om, at taksonomien er et godt værktøj til 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 at selvom ikke-finansielle virksomheder har skulle rapportere efter taksonomien i to år, er det rapporterede data stadig umodent. Derudover er det kun europæiske virksomheder, som er omfattet af taksonomirapportering.

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.

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 10%, en 20%, mens en tredje forvalter anvender 50%. KK kan overveje at gå i dialog med forvalterne om, hvad grænsen for at overholde taksonomien skal være, for at investeringen vurderes at være bæredygtig, når datatilgængeligheden på taksonomien er modnet.

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, da virksomhederne begynder at rapportere i henhold til taksonomien, men udviklingen i 2023 har fortsat være lille.

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 af investeringerne, der på nuværende tidspunkt lever op til taksonomien. Særligt for aktieinvesteringerne er der langt op til den nuværende målsætning, såfremt der kun ses på taksonomidata for at vurdere bæredygtigheden af en investering. Alternativt kan der sættes en målsætning for hvor stor en andel af investeringerne, der efterlever taksonomien. Denne målsætning bør så overvejes at være lavere end de 50%, som indgår for aktieinvesteringerne i 2024-2025. Det bør i så fald skulle kommunikeres og forklares tydeligere, hvilket kan være en udfordring. 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.

Introduktion til EU's Corporate Sustainability Reporting Directive ("CSRD"), som pålægger virksomhederne yderligere krav til bæredygtighedsrapportering i 2024 og frem

Den 1. januar 2024 trådte EU-direktivet om virksomheders bæredygtighedsrapportering (på engelsk Corporate Sustainability Reporting Directive, forkortet "CSRD") i kraft. CSRD pålægger både finansielle og ikke-finansielle virksomheder yderligere rapporteringskrav om bæredygtighed i virksomhedernes årsrapport fra 2024 og frem; det vil sige med første rapportering i 2025.

Første bølge af virksomheder, der bliver omfattet af CSRD, er børsnoterede virksomheder med mere end 500 ansatte.

For udfyldelse af de overordnede krav om bæredygtighedsrapportering indføres et krav

om, at særligt udarbejdede europæiske standarder for bæredygtighedsrapportering (kaldet "ESRS'er") skal følges ved afgivelse af oplysningerne og dermed sikre, at virksomhedernes bæredygtighedsrapportering er forståelig, relevant, repræsentativ, verificerbar, sammenlignelig og præsenteret på en troværdig måde.

Med bæredygtighedsdirektivet introduceres den såkaldte dobbelte væsentlighedsvurdering, der er yderligere uddybet i ESRS'erne. En dobbelt væsentlighedsvurdering er en metode, som virksomheden skal anvende til at opnå både forståelse for virksomhedens indvirkning på bæredygtighedsforhold ("indefra og ud"), og forståelse for hvordan bæredygtighedsforhold påvirker virksomhedens udvikling, resultat og situation ("udefra og ind").

Resultatet af virksomhedens dobbelte væsentlighedsvurdering er bestemmende for de oplysningskrav, som virksomheden skal medtage i sin bæredygtighedsrapportering ud fra de europæiske standarder. Dette arbejder er danske og europæiske virksomheder fuld i gang med at lave.

Samtidig bliver rapporteringen efter taksonomien også en del af CSRD-rapporteringsforpligtelserne.

Med implementeringen af CSRD forventes det, at kvaliteten og mængden af den data, som kapitalforvalterne modtager fremover, styrkes. Det skyldes dels, at der forventes at blive rapporteret flere datapunkter, dels at der stilles krav om ekstern verifikation af bæredygtighedsrapporteringen igennem selskabernes revisor.

Finanstilsynets rolle inden for bæredygtig finansiering, herunder hvordan Tilsynet arbejder med SFDR og taksonomien og de retningslinjer, som er udstukket herfra

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.

Finanstilsynet offentliggjorde i februar 2023 resultatet af deres temaundersøgelse om bæredygtighedsoplysninger for fonde, der har bæredygtige investeringer som mål, hvor alle KK's forvaltere inkluderet. Konklusionen var blandt andet, at fonde ikke har sikret, at fondene oplyser om bæredygtighed på en klar, fyldestgørende og forståelig måde. Temaundersøgelsen blev igangsat, før de nye rapporteringsskabeloner trådte i kraft, og det er vores indtryk, at der siden da har været arbejdet ambitiøst med oplysningsforpligtelserne og definitionen af bæredygtige investeringer i henhold til SFDR 2(17).

Tilsynet offentliggjorde i august 2023 desuden et notat omkring de periodiske rapporteringsforpligtelser. Notatet havde til formål at beskrive kravene til kapitalforvalternes periodiske rapportering, som følger af SFDR og den delegerede forordning til SFDR samt de elementer, som forvalterne bør være opmærksomme på i deres rapportering. Notatet kom i forlængelse af lignende notatet fra de europæiske tilsynsmyndigheder.

Tilsynet har tilkendegivet, at de kan føre tilsyn både med den offentligt tilgængelige SFDR-rapportering, de bagvedliggende processer og forretningsgange samt et stikprøvebaseret tilsyn på, om de underliggende investeringer er lever op til definitioner og processer, som den enkelte markedsdeltager har implementeret.

Deloitte er bekendt med, at Tilsynet har været på besøg hos finansielle markedsdeltagere, hvor resultatet af disse fortsat udestår, men det understreger, at Tilsynet tager opgaven seriøst, og at der er stor fokus på, hvordan markedet arbejder med og oplyser om bæredygtighed.

I december 2023 fremlagde den europæiske tilsynsmyndighed for kapitalforvaltere, European Securities and Markets Authority (ESMA), resultatet af deres konsultation omkring retningslinjer for navngivning af fonde. Det betyder, at der fremover forventes større krav til fonde, hvor bæredygtighed eller lignende termer fremgår af fondens navn. Det skal være med til at forhindre, at kapitalforvaltere bruger misvisende eller vildledende navne for fonde i relation til ESG og bæredygtighed. Det forventes, at disse retningslinjer træder i kraft i løbet af 2024, og at de vil medføre både frasalg i danske fonde samt fonde, der må ændre navn som følge af de nye regler.

Grønne obligationer, herunder realrealkreditobligationer som en del af KK's nuværende rammer for bæredygtige investeringer

En grøn obligation er en obligation, hvor pengene fra obligationen går til grønne formål som fx finansiering af vedvarende energi, forebyggelse og bekæmpelse af forurening eller omstilling til cirkulær økonomi.

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.

For at en virksomhed kan sige, at deres obligationer er grønne i henhold til ICMA's Green Bond Principles⁵, skal virksomheden udarbejde en ramme for dette (et såkaldt "Green Bond Framework"). Denne ramme skal beskrive hvilke grønne projekter, der er omfattet, hvordan processen er for at vurdere, om projekterne er grønne, og hvordan man rapporterer. Denne ramme skal godkendes af en ekstern ekspert – en såkaldt "Second Party Opinion". Typiske udstedere af sådanne vurderinger er Cicero og Sustainalytics.

Hvert år skal virksomheden rapportere på størrelsen af de grønne lån, hvilket skal vurderes af en ekstern 3. part som fx en revisor – en såkaldt "Third Party Opinion".

Disse foranstaltninger er med til at sikre, at når investorerne køber en grøn obligation, så går pengene også til grønne projekter og skaber troværdighed om grønne obligationer.

Det forventes, at EU Green Bond Standard, som træder i kraft den 21. december 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 forventes fortsat at blive anvendt, både i og uden for EU, sammen med EU Green Bond Standard.

Flere af forvalterne har øget deres fokus på arbejdet med realkreditobligationer i 2023/2024. Forvalterne kigger også for realkreditobligationer på, om den er grøn i forhold til ICMA's retningslinjer.

En forvalter har i slutningen af 2023 udarbejdet en metode til at vurdere, om en realkreditobligation er bæredygtig. Metoden går ud på at vurdere, om de underliggende bygninger, og deres emissioner er lave nok til at understøtte målene i Paris-aftalen.

Andre forvaltere ser på CO₂-data baseret på rapportering fra såkaldte ECBC-rapporter, hvor data bruges til at kortlægge de fleste obligationer til det relevante kapitalcenter, så man kan se CO₂-udledningen på privat- og virksomhedsudlån, baseret på energimærkning.

Således vurderes det, at datagrundlaget for realkreditobligationer er styrket, ligesom forvalternes fokus på realkreditobligationer er øget, omend forvalterne har forskellige tilgange til at se på bæredygtige investeringer i realkreditobligationer.

Det står klart, at grønne obligationer, herunder muligheden for at investere i grønne realkreditobligationer, 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 målsætning 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.

⁵ ICMA er en forkortelse for International Capital Market Association

Forvalternes arbejde med at investere i bæredygtige realkreditobligation bør følges fremover, således at der potentielt kan komme en større bidrag fra Kommunens investeringer i realrealkreditobligationer, såfremt målsætningen justeres,

Udvikling ift. Svanemærkede investeringsfonde

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, herunder fx fossile brændsler og våben, og hvad man positivt vil bidrage til på det bæredygtige område som fx EU-taksonomien, samt løbende rapportere om dette, ligesom man samlet set skal have nogle point på forskellige af de ovenstående parametre. Fra 1. juni 2024 vil pointkravene blive strammet en smule, hvilket kan få betydning for enkelte af de nuværende Svanemærkede fonde.

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 det fortsat kun er én af Kommunens forvaltere, der arbejder aktivt med Svanemærket, mens der er ikke konstateret en ændret interesse fra de øvrige forvaltere.

På det danske marked generelt er der heller ikke konstateret en ændring i 2023 og 2024. Det skyldes formentlig, at de forvaltere, der har oplevet en efterspørgsel, allerede har lanceret Svanemærkede investeringsfonde, og at de investorer, der ønsker Svanemærkede fonde, derfor har et udvalg at vælge imellem. Derudover kan den tidligere omtalte høring om en opdatering af SFDR betyde, at efterspørgslen efter Svanemærket vil falde, hvis SFDR bliver ledsaget af en decideret labelordning.

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

Udvikling i data samt udbydere af ESG-data, herunder datakvaliteten og forskellen mellem virksomheder i EU og uden for EU

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 at stille data til rådighed. De største er Sustainalytics, MSCI ESG og ISS ESG, men også i højere grad specialiserede udbydere inden for enkelte områder af ESG-data

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. Forvalterne vurderer selv, om datagrundlaget er tilstrækkeligt, eller om der er elementer, som data ikke har opfanget. Det kan fx være, at et selskab som udgangspunkt ikke overholder de tolerancegrænser, der er sat for udvinding af fossile brændsler, men hvis virksomheden netop har lanceret en plan for at udfase dette, kan det være et argument for at beholde en investering.

Derudover har markedsdialogen vist, at selvom datagrundlaget generelt er forbedret, er der fortsat en udfordring i, at det data, som modtages, ofte kan være med et års forsinkelse. Hvis fx en forvalter laver rapportering i januar, at det sjældent, at de enkelte virksomheder har rapporteret data fra ultimo året. Så vil der være et års forsinkelse. Det er velkendt problemstilling, og selvom flere virksomheder bliver omfattet af ESG-rapporteringskrav, vil der formentlig gå en række år, førend infrastrukturen for ESG-data kan hjælpe med at mindske denne forsinkelse.

Som nævnt tidligere er det kun europæiske virksomheder, der skal rapportere på taksonomien. Derfor vil data på taksonomien for virksomheder, der er uden for EU eller for små til at skulle rapportere p.t., derfor fortsat være forbundet med estimering. Enkelte forvaltere kan tage dette med i vurderingen, men når fondene rapporterer på taksonomien, er det kun rapporteret data, der anvendes.

I takt med at virksomhederne bliver omfattet af CSRD indføres som tidligere nævnt også krav om ekstern revisionserklæring om bæredygtighedsrapporteringen som en del af årsrapporten. Dette forventes også at højne kvaliteten af virksomhedernes rapporterede bæredygtighedsdata og de bagvedliggende datakontroller og -processer.

Hvilke nye muligheder og begrænsninger der findes i relation til bæredygtige investeringer

Markedsdialogen har vist, at forvalterne i højere grad også fokuserer på biodiversitet som bæredygtigt investeringsemne. I mange år har fokus været på klimaet og CO2-reduktioner, men biodiversitet fylder mere både på den samfundsmæssige dagsorden og nu også mere på den investeringsmæssige dagsorden. Hidtil har fokus været mest på, hvordan man sikrer, at man ikke gøre skade på biodiversiteten, men det forventes, at der vil komme et større fokus på, hvordan man kan skabe et positivt bidrag biodiversitet og have det som bæredygtigt investeringsmål. Datagrundlaget for dette er stadig umodent, men det forventes, at der vil komme bæredygtige investeringsprodukter med fokus på biodiversitet fremover. Den stigende interesse for biodiversitet ses også ved, at der er kommet en række initiativer som "søsterinitiativ" til et tilsvarende klimainitiativ:

- Finance for Biodiversity Pledge
- Partnership for Biodiversity Accounting Financials (PBAF)
- Nature Action 100

De fleste af Kommunens forvaltere har tilsluttet sig et eller flere af disse initiativer.

Foruden biodiversitet så fylder såkaldte Science-Based Targets (SBT) også mere som en del af det at vurdere, om en investering er bæredygtig. Hvis en virksomhed har fået dens klimamål valideret eksternt i forhold til klimavidenskaben og dermed kan siges at være i overensstemmelse med Paris-aftalens målsætninger, kan virksomheden sige, at den har et Science-Based Target - SBT.

Et stort opmærksomhedspunkt er, at forvalterne og administrator anvender forskellige datakilder og definitioner og dermed har forskellige opfattelser af, hvor stor en del af det forvaltede mandat, der er bæredygtigt. Forvalterne forventer dog under alle omstændigheder, at deres mandat vil bidrage positivt til KK's målsætning, men hvis målsætningen justeres, er det vigtigt at være opmærksom på datatilgangen.

Det anbefales derfor KK at følge udviklingen inden for særligt, hvordan investeringer kan bidrage positivt til biodiversitet, herunder hvordan kan stilles krav til forvalternes arbejde med dette emne.

Status på om Københavns Kommunes målsætninger fortsat er ambitiøse og realistiske

Kommunens målsætninger 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 og ambitiøs.

Selvom kapitalforvalterne har forskellige definitioner på, hvad en bæredygtig investering er, bygger de for aktiernes vedkommende 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.

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, hvis man udelukkende skulle bruge taksonomien, da det vil være svært at investere 50% i aktier, der lever op til taksonomien i 2024. 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, og ofte nede omkring 1-3%. 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 vurderes at være 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.

Flere forvaltere har påpeget, at der vil være mulighed for at justere på målet for aktieporteføljen isoleret set. Det skyldes, at de i høj grad investerer bæredygtigt efter SFDR 2(17) og dermed har en høj grad af bæredygtighed for aktieporteføljen.

I takt med at datagrundlaget for realkreditobligationer styrkes vil det bidrage positivt til KK's mål, men p.t. vurderes målet som både ambitiøst og realistisk på realkreditsiden. Hvis målet på obligationsiden skal justeres, bør Kommunen være opmærksom på, at forvalterne har en forskellig tilgang til at definere realkreditobligationer som bæredygtige foruden grønne realkreditobligationer. Det bør i den forbindelse også overvejes, om det tilhørende benchmark skal justeres.

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.

Forvalterne har generelt tilkendegivet, at Kommunens målsætningen for grønne / bæredygtige investeringer betragtes som værende ambitiøse – også sammenlignet med lignende mandater – og med de retningslinjer og investeringsmuligheder, som forvalterne har, betragtes de også som værende realistiske.

Samtidig understreges det også, at der ikke er en entydig måde at definere bæredygtighed og bæredygtige investeringer på. Det er både gældende for positive bidrag til bæredygtighed og sikkerhedsmekanismer, der er opstillet gennem eksklusionslisten for ikke at blive associeret med kontroversielle investeringer. Derudover ændrer barren sig for både, hvad der er bæredygtigt, og hvad der bidrager negativt sig konstant. Hvad der var kontroversielt i går, kan måske være acceptabelt i dag, og hvad der i dag bliver omfattet som bæredygtigt, kan i morgen blive omfattet som det modsatte. Derfor er det vigtigt at følge med i udviklingen inden for bæredygtighed løbende, herunder at have en dialog med kapitalforvalterne i relation til Kommunens ambitioner og målsætninger for at sikre, at der er gensidig forståelse for disse.

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.

Artikel 6-produkt

Et produkt, der hverken følger miljømæssige/socialt 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.

Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD)

Den 1. januar 2024 trådte EU-direktivet om virksomheders bæredygtighedsrapportering (på engelsk Corporate Sustainability Reporting Directive, forkortet "CSRD") i kraft. CSRD pålægger både finansielle og ikke-finansielle virksomheder yderligere rapporteringskrav om bæredygtighed i virksomhedernes årsrapport fra 2024 og frem.

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% CO₂-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% CO₂-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.

Principal Adverse Impact (PAI) / Negativ bæredygtighedsvirkning

En investeringsbeslutning negative indvirkning på en bæredygtighedsfaktor. I juni 2023 skulle finansielle virksomheder for første rapportere på data på de negative bæredygtighedsvirkninger fra deres investeringsbeslutninger.

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 nedenfor
- 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".

De seks miljømål er:

1. modvirkning af klimaændringer
2. tilpasning til klimaændringer
3. bæredygtig anvendelse og beskyttelse af vand- og havressourcer
4. omstilling til en cirkulær økonomi
5. forebyggelse og bekæmpelse af forurening
6. beskyttelse og genopretning af biodiversitet og økosystemer

De første to klimamål trådte i kraft i 2021 og de resterende fire miljømål trådte i kraft 1. januar 2024

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. Derudover skal bankerne, som kapitalforvalterne er en del af, selv rapportere, hvor stor en del af deres udlån og investeringer, der lever op til taksonomien fra og med 2024 for rapporteringsåret 2023.

Bilag 2 - Spørgeramme

1. *Hvordan er udviklingen i jeres arbejde med artikel 9-fonde? Har I set en ændring i interesse/indhold af disse?*
2. *Hvordan er definitionen af bæredygtige investeringer i henhold til jeres anvendte tilgang?*
3. *Hvordan er jeres definition af bæredygtige investeringer relateret til SFDR artikel 2(17)? Er den opdateret siden 2023?*
4. *Hvordan arbejder I med negative bæredygtighedsvirkninger (principal adverse impacts ("PAI")) og rapporterer I på disse?*
5. *Hvordan anvender I taksonomien som en del af jeres arbejde med bæredygtige investeringer? Har I oplevet et større fokus på taksonomien nu, hvor der rapporteres på "taxonomy-alignment"?*
6. *Hvordan arbejder I med realkreditobligationer og datagrundlaget på disse for at vurdere, om de er bæredygtige?*
7. *Hvor stor en del af Københavns Kommunes mandat er investeret i hhv. jeres definition af bæredygtige investeringer og efter taksonomien?*
8. *Ser I nye / andre muligheder ift. rammeværktøjer for bæredygtige investeringer?*

Bilag 3 – PAI-indikatorer

Nedenfor vises de obligatoriske PAI-indikatorer, som forvalterne skal rapportere på en gang årligt i henhold til SFDR. De udgør en del af den såkaldte ” Erklæring om investeringsbeslutningers vigtigste negative indvirkninger på bæredygtighedsfaktorer”.

Klimarelaterede og andre miljørelaterede indikatorer
1. Drivhusgasemissioner
2. CO2-aftryk
3. Investeringsmodtagende virksomheders drivhusgasemissions-intensitet
4. Eksponering for virksomheder, der er aktive i sektoren for fossile brændstoffer
5. Andel af forbrug og produktion af ikkevedvarende energi
6. Energiforbrugsintensitet pr. sektor med stor indvirkning på klimaet
7. Aktiviteter, der påvirker biodiversitetsfølsomme områder negativt
8. Udledning til vand
9. Andel af farligt affald og radioaktivt affald
Indikatorer vedrørende sociale og personalemæssige spørgsmål samt respekt for menneskerettighederne og bekæmpelse af korruption og bestikkelse
10. Overtrædelser af FN's Global Compact-principper og Organisationen for Økonomisk Samarbejde og Udviklings (OECD's) retningslinjer for multinationale virksomheder
11. Mangel på processer og overholdelsesmekanismer til overvågning af overholdelsen af FN's Global Compact-principper og OECD's retningslinjer for multinationale virksomheder
12. Ukorrigeret lønforskel mellem kønnene
13. Kønsdiversitet i bestyrelsen
14. Eksponering for kontroversielle våben (personelminer, klyngeammunition, kemiske våben og biologiske våben)
Indikatorer for investeringer i stater og supranationale organisationer
15. Drivhusgasintensitet
16. Investeringsmodtagende lande forbundet med krænkelser af sociale rettigheder
Indikatorer for investeringer i fast ejendom
17. Eksponering for fossile brændstoffer via fast ejendom
18. Eksponering for energiineffektiv fast ejendom

Foruden de obligatoriske indikatorer findes der desuden en række frivillige indikatorer, hvor forvalterne skal vælge minimum to yderligere.