

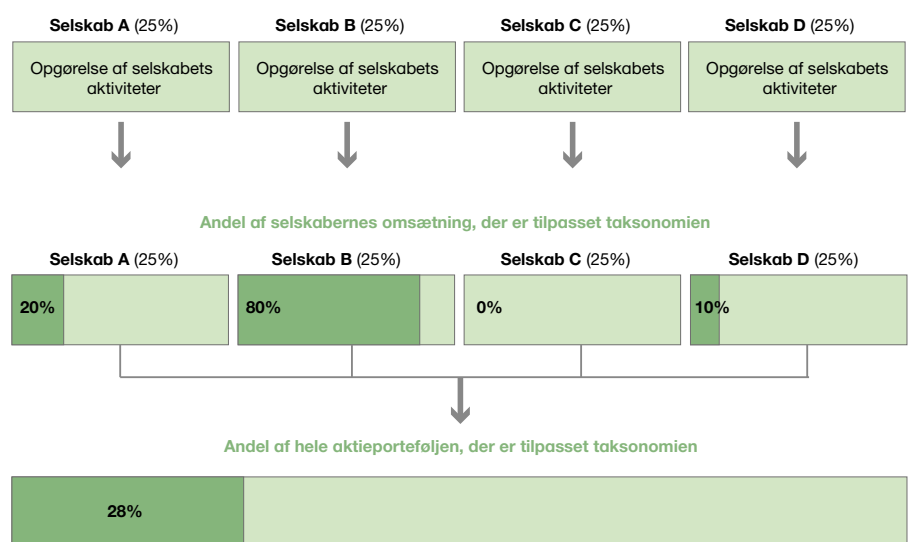
## Er investeringer med lavt CO<sub>2</sub>-aftryk de grønneste?

Grønne investeringer er blevet en varm kartoffel. Over de seneste 10 år har investorerne for alvor kastet sig ind i den grønne omstilling – både store institutionelle investorer og privatinvestorerne. Men hvad betyder det for investeringsstrategien?

Den øgede interesse har ført til en række forskellige tilgange til, hvordan man som investor skubber til den grønne omstilling. Nogle investerer tematisk i grøn energiteknologi, best-in-class selskaber og andre har fokus på selskaber med lavt CO<sub>2</sub>-aftryk. Mange investorer bruger også aktivt ejerskab til at skubbe selskaber i en grønnere retning.

I takt med at flere og flere grønne produkter er kommet på markedet, kan det være uklart, hvordan finansielle produkter bidrager til grøn omstilling. Derfor har EU igangsat en såkaldt "Action Plan" indenfor bæredygtig finansiering, hvor transparens er et af hovedformålene. I det arbejde spiller EU's nye grønne taksonomi en hovedrolle ved at komme med klare definitioner på, hvad der kan anses for en grøn aktivitet. Denne Faktum-analyse viser, at en grøn investering ifølge taksonomien ikke nødvendigvis har et lavt klimaftryk (CO<sub>2</sub>-aftryk), og at der i starten bliver meget få investeringer, der kan erklæres 100 pct. grønne. Taksonomien kan dog stadig vise en retning for grøn omstilling for investorer. I analysen gives flere bud på de dilemmaer og muligheder, som taksonomien vil give investorer.

**Figur 1 – Med taksonomien kan man se, hvor grøn en investeringsportefølje er**



Kilde: MSCI og ATP's egne beregninger 2022.

### EU's taksonomi skal give en fælles standard for måling af det grønne

I 2018 satte EU-kommissionen en ambitiøs dagsorden for bæredygtig finansiering med sin Sustainable Finance Action Plan. Planen indeholdt en række lovforslag, der sætter en ny dagsorden for den finansielle sektors arbejde med bæredygtige og grønne investeringer. Et af formålene var at skabe øget transparens for grønne investeringer – både for at gøre det nemmere at investere grønt, men også for at kunne gennemskue om et produkt virkelig er grønt.

En af nøglerne til dette er den grønne taksonomi, som er et klassificeringssystem

for grønne aktiviteter. Taksonomien er et omfattende stykke regulering. I figur 1 præsenteres en overordnet introduktion til de vigtigste begreber i taksonomien.

Figur 1 illustrerer, hvordan taksonomien skal anvendes på en investeringsportefølje. Antag for eksempel, at man har investeret i en portefølje bestående af fire selskaber med 100 kr. i hvert selskab. Selskab A er ifølge taksonomien 20 pct. grøn, selskab B er 80 pct. grøn, selskab C er 0 pct. grøn og selskab D er 10 pct. grøn. Dermed bliver porteføljens samlede taksonomitilpassede andel 27,5 pct., og den grønne værdi af porteføljen er dermed 110 kr.



Taksonomien definerer en bred række aktiviteter, som står for 80 pct. af EU's emissioner. Et eksempel på en aktivitet er "Transport med motorcykler, personbiler og lette erhvervskøretøjer", hvor EU i taksonomien fastsætter kriterierne for, hvordan en aktivitet er grøn indenfor den kategori. For en personbil gælder det således, at den indtil udgangen af 2025 skal have en CO<sub>2</sub>-emission fra udstødningen, der er lavere end 50 g. CO<sub>2</sub> pr. km, og fra 2026 skal emissionen være 0 g. CO<sub>2</sub> pr. km. Oversat til almindeligt dansk betyder det, at både el- og de fleste plug-in hybrid-biler er grønne i taksonomien til og med 2025, og derefter er det kun el-biler, som kan tælles med som grønne.

Der er tre måder et selskab kan kvalificere sig til taksonomien på, og derved få et grønt aftryk.

- Den første er aktiviteter med et lavt CO<sub>2</sub>-aftryk som fx Ørstedes elproduktion med vindmøller.
- Den anden, og mest kontroversielle kategori, er transitionskategorien. Det er aktiviteter, som hjælper den grønne omstilling på kort sigt, men som på længere sigt ikke vil blive set som grønne. Her er plug-in hybrider et godt eksempel på en aktivitet, der om nogle år ikke længere vil tælle med. Den danske debat om skatterabat til plug-in hybrid illustrerer godt, hvorfor transitionskategorien giver anledning til debat, om hvad der egentlig bør tælles med som grønt på kort sigt.
- Den tredje kategori, er de virksomheder, der sætter andre virksomheder i stand til at have aktiviteter med lavt-CO<sub>2</sub>-aftryk. Så når Vestas og Siemens leverer vindmøller til Ørsted, så bidrager de til Ørstedes grønne aktivitet, og derfor kan deres aktiviteter også tælles med som grønne.

"Med taksonomien får vi et fælles sprog for de grønne investeringer, og det bliver muligt at være grøn i mange forskellige sektorer – også i de sektorer, der bliver set som de beskidte. For os er taksonomien ikke kun designet til at hylde det, der allerede er grønt, men også til at

viser, hvor vi som investorer kan skubbe på selskabers grønne omstilling. I takt med at vi får rapportering om taksonomien bliver både vi og selskaberne mere klare på, hvor der kan gøres en forskel. Det kommer til at nuancere de forskellige tilgange til grønne investeringer", siger Johan Møllerup, director i ATP's ESG Team.

### Typiske investeringsstrategier i grønne porteføljer

Et af de områder, hvor taksonomien vil kunne få en effekt, er ift. transparens inden for bæredygtige investeringer, hvor den vil kunne bruges til at efterprøve grønne påstande, og nuancere billedet på en grøn investering. Som privatinvestor, der gerne vil investere bæredygtigt, har man typisk adgang til forskellige investeringsstrategier via sin investeringsplatform. Institutionelle investorer vil på grund af deres størrelse i højere grad bruge flere strategier, og kombinere det med aktivt ejerskab, hvor man går i dialog med selskaber om blandt andet CO<sub>2</sub>-aftryk og klimastrategier. Nedenfor er listet typiske bud på investeringsstrategier, der fremmer bæredygtighed og i særlig grad klimahensyn:

#### Tematiske investeringer

En tematisk investeringsfond vil typisk investere i et selskab, som er førende indenfor et udvalgt tema som fx klima. Her er Ishares Global Clean Energy et eksempel på en fond, der har et tematisk mål om at investere i selskaber involveret i produktion af ren energi eller levering af udstyr og teknologi til ren energi på både udviklede og nye vækstmarkeder. Her investerer man fx i selskaber som Ørsted, og amerikanske PlugPower, der udvikler brændselsceller. Her kan taksonomien være med til at fortælle, om de selskaber der investeres i, faktisk også er grønne ifølge taksonomien.

#### Best-in-class

Denne strategi investerer i de førende selskaber på fastsatte ESG-parametre. På klimaområdet kan det fx være CO<sub>2</sub>-reduktion, klimafokus, men det kan også være menneskerettigheder eller andre ESG-områder. Her skal man

være opmærksom på, hvordan "best-in-class" defineres i investeringsstrategien, da det vil have betydning for, hvilke selskaber der investeres i. I et af de mere udbredte best-in-class index vil 10 pct. af investeringerne fx ende i teknologiske selskaber, som Microsoft og Google's moderselskab Alphabet.

#### Lavt CO<sub>2</sub>-aftryk

I denne strategi søger man at optimere ens portefølje ud fra selskabernes CO<sub>2</sub>-aftryk. Det kan fx være et CO<sub>2</sub>-aftryk, der er 50 pct. lavere end et traditionelt indeks, som det man fx finder i MSCI World. Når man laver denne type strategi, så vil der typisk ske en brancheglidning, så man fravælger de mest CO<sub>2</sub>-intensive industrier til fordel for selskaber i brancher med lavere CO<sub>2</sub>-udledning. Som grafikken i Figur 2 viser, er det særligt forsyningssektor, materialer og energi man skal undgå, hvis man vil have en aktieportefølje med et lavt CO<sub>2</sub>-aftryk. Tager man et velkendt index, som MSCI ACWI, og sammenligner det med den CO<sub>2</sub>-optimerede version MSCI ACWI Low Carbon Leaders vil antallet af selskaber i fonden falde fra 2.937 til 2.234, mens CO<sub>2</sub>-aftrykket falder med mindst 50 pct.

#### Taksonomien tydeliggør trade-offs og muligheder for klimastrategier i investeringer

Selvom der går nogle år endnu før taksonomien er fuldt implementeret, og vi begynder at se selskaber rapportere om deres overensstemmelse med taksonomien, kan vi allerede nu se en række dilemmaer og trade-offs, som taksonomien vil tydeliggøre. Det skal man være bevidst om, når man ser på de forskellige strategier for klimainvesteringer.

#### En grøn taksonomi investering har ikke nødvendigvis et lavt CO<sub>2</sub>-aftryk

Taksonomiens opbygning viser et af dilemmaerne ved den grønne omstilling. Mens nogle selskaber kan have et lavt CO<sub>2</sub>-aftryk, og dermed være grønne, så er der andre selskaber i værdikæden som har et højt CO<sub>2</sub>-aftryk – med taksonomien kan selskaberne med det høje CO<sub>2</sub>-aftryk også være grønne.



Her er den danske isoleringsproducent Rockwool et godt eksempel. Rockwool har en relativ høj CO<sub>2</sub>-udledning på både de direkte emissioner (scope 1) og de indirekte emissioner (scope 2), da produktionen af stenuld er energiintensiv. Fx udleder Rockwool på scope 1-emissioner 1.5 mio tons CO<sub>2</sub>-ækvivalenter, mens medianværdien i ATP's nordiske aktieportefølje er nede på 5.289 tons CO<sub>2</sub> ækvivalenter. Hvis ATP ville sænke CO<sub>2</sub>-aftrykket i den nordiske aktieportefølje ville det derfor være oplagt at sælge beholdningen i Rockwool fra.

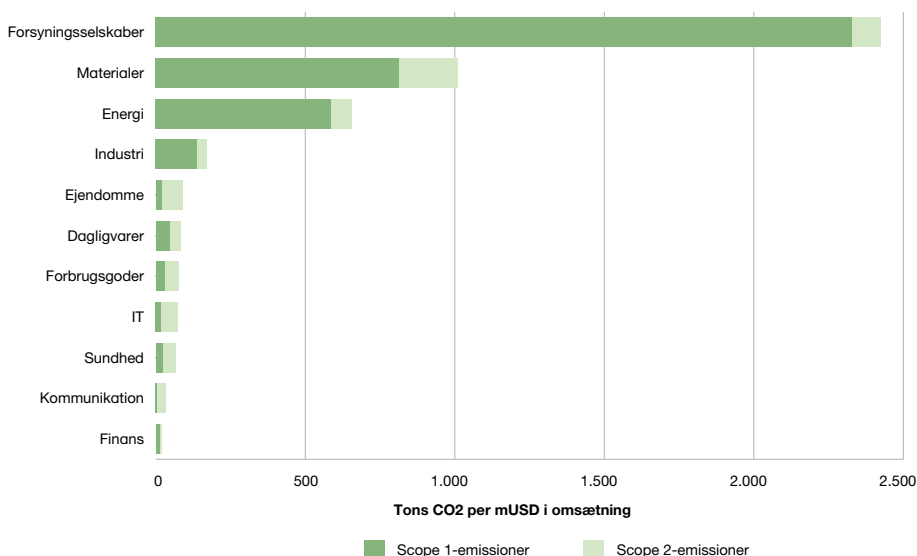
Men i taksonomien er der defineret krav til energieffektivitet i både nybyggeri og renovering af eksisterende bygninger. Derfor kan en nybygning eller en renoveret bygning, som lever op til taksonomiens krav tælles som en grøn investering. Og fordi Rockwool leverer isoleringsmateriale, som er med til at gøre bygningerne energieffektive, så kan Rockwool tælles med som en grøn investering. Rockwool har i sin bæredygtighedsrapport for 2021 opgjort at 85 pct. af selskabets omsætning er omfattet af taksonomien. Når Rockwool i 2023 offentliggør sin bæredygtighedsrapport for 2022, vil Rockwool skulle offentliggøre, hvor stor en del af omsætningen, der er i overensstemmelse med taksonomien. Forventningen hos flere ESG-dataleverandører er, at det også vil være omkring 85 pct. af omsætningen, som er i overensstemmelse med taksonomien. Dermed vil ATP kunne tælle 85 pct. af vores investering i Rockwool med som taksonomigrøn, når ATP selv skal fortælle om sine grønne investeringer i henhold til taksonomiens regler.

Med al sandsynlighed vil Rockwool dermed blive en af ATP's grønneste investeringer, samtidig med at den i porteføljen står for en stor del af CO<sub>2</sub>-aftrykket.

### Det bliver nemmere at se det grønne, men til en start er er ikke så meget grønt

Mens vi venter på at selskaberne selv rapporterer om deres taksonomioverensstemmelse, så er der flere ESG-dataleverandører, som laver esti-

**Figur 2 – En porteføljes CO<sub>2</sub>-aftryk er i høj grad et udtryk for de brancher man investerer i**



Kilde: ATP's egne beregninger 2022.

mater på netop dette. Her kan vi se at man ikke bør have for høje forventninger til, hvor mange selskaber der vil være helt grønne, når selskaberne rapporterer om deres taksonomioverensstemmelse i løbet af 2023.

Ser man på estimater over taksonomioverensstemmelse fra ESG-dataleverandøren MSCI, så vil det være forholdsvist få selskaber, som vil være meget grønne. Af de 2.869 selskaber i verdensindekset MSCI ACWI estimeres det, at kun 7 selskaber vil være 100 pct. grønne, mens 45 selskaber vil ligge over 80 pct. Derfor vil der også i starten være en risiko for, at fonde, som ønsker at have en høj grad taksonomigrønne investeringer, vil klumpe sammen om de samme selskaber.

Knap 2.000 selskaber estimeres til ikke at have nogen grad af taksonomioverensstemmelse. Det kan skyldes, at deres aktiviteter ikke er omfattet af taksonomien, som fx Novo Nordisk. Det kan også skyldes, at selskaberne er omfattet af taksonomien, men ikke lever op til kravene for taksonomioverensstemmelse i deres aktiviteter, fx en bilfabrikant, der kun producerer benziner.

### Investorer kan identificere og hjælpe selskaber på den grønne rejse

Det er vigtigt at holde sig for øje, at taksonomien ikke kun forholder sig til et selskabs grønne aktiviteter andel af omsætning, men også ser på selskabernes kapital- og driftsudgifter. Dermed får man et fremadrettet datapunkt, som fortæller noget om, hvordan selskabet i praksis arbejder med grøn omstilling i sine investeringer. Det forventer ATP, vil blive et vigtigt input til det aktive ejerskab i fremtiden.

Hvis et energiselskab fortæller, at det er på vej fra sort til grøn energi, så skulle selskabets investeringsudgifter gerne afspejle dette. Hvis selskabet ikke har taksonomioverensstemte investeringsudgifter, er det til gengæld svært at tro på, at selskabet bevæger sig i den rigtige retning.

Men dette understreger også en vigtig pointe – det handler ikke kun om at identificere de selskaber som allerede er grønne, men også om at identificere de selskaber, hvor der er mulighed for at skubbe selskabet i en grøn retning.

En af de største investeringer i ATP's aktieportefølje er Mærsk, som også er en →

af de største CO<sub>2</sub>-udledere i porteføljen. Optimerede man kun efter lav CO<sub>2</sub> ville det være et naturligt skridt at skille sig af med sine Mærsk-aktier. Men her kan taksonomien hjælpe investorer, der gerne vil bruge deres aktive ejerskab til at understøtte den grønne omstilling.

I bæredygtighedsrapporten for 2021 fortæller Mærsk, at 94 pct. af selskabets omsætning og 93 pct. af investeringsudgifterne er omfattet af taksonomien. Med andre ord har Mærsk et stort grønt potentiale i taksonomiens forstand. Men i det estimat-data ATP har adgang til, bliver Mærsk sat til at have en taksonomioverensstemmelse på 0 pct., så baseret på estimaterne er der langt op til det fulde, grønne potentiale.

I 2023 skal Mærsk selv rapportere sin taksonomioverensstemmelse, og her må man, baseret på estimatet, forvente, at det ligger i den lave ende. Men

så bliver det for investorerne interessant at se, hvor mange af investeringsudgifterne, der lever op til taksonomien. Det giver et signal om selskabets engagement, og et udgangspunkt for dialogen om de fremtidige muligheder. Baseret på Mærsk's nuværende engagement i den grønne omstilling med fokus på grøn metanol, er der gode muligheder for at Mærsk løbende vil øge sin taksonomioverensstemmelse i fremtiden.

Om tankerne med EU's nye taksonomi siger lektor og centerleder for CBS Sustainability, Steen Vallentin følgende:

”Når taksonomiens aktivitetsområder, definitioner og målsætninger er forhandlet helt på plads, skal den udgøre en fælles europæisk målestok for investorer og virksomheders bidrag til at nå Parisaftalens klimamål. Det skal modvirke tendenser til greenwashing og vilkårlighed i de måder, som bæredygtighed dis-

kuteres og måles på. Det er vigtigt at se taksonomien i sammenhæng med andre former for regulering og selvregulering som fx den kommende EU-regulering af virksomheders bæredygtighedsrapportering og Science-based targets. Samlet peger udviklingen i retning af en styrkelse af virksomheders bæredygtighedsrapportering med øget gennemsigtighed og fælles standarder. Det skal ikke mindst gavne investorernes informationsbehov og risikovurderinger og dermed deres muligheder for at træffe kvalificerede beslutninger om bæredygtighed”.

## Taksonomien

Taksonomien trådte i kraft 1. januar 2022, og derfor er selskaberne først nu begyndt at rapportere data. I 2022 skal selskaber rapportere om deres taxonomi-eligibility, som fortæller hvor stor en del af selskabernes aktiviteter, der er omfattet af taksonomien – bilfabrikanten skal fx fortælle, hvor stor en del af omsætningen, der kommer fra motorcykler, personbiler og lette erhvervskøretøjer, som defineret i taksonomien.

I 2023 skal selskaberne så fortælle, hvor stor en del af omsætningen, der rent faktisk lever op til taksonomiens krav – også kaldet ”alignment” eller ”overensstemmelse”. Her skal bilfabrikanten fortælle, hvor stor en del af omsætningen, der lever op til taksonomiens krav til biler.

Udover omsætningen skal selskaberne også rapportere om taksonomioverensstemmelse i deres kapitaludgifter og deres driftsudgifter.

Som det er nu, er det kun de største europæiske selskaber, der er pålagt at rapportere om taksonomien, men med det kommende direktiv om bæredygtighedsrapportering vil kredsen af selskaber blive udvidet. Der vil dog være selskaber i Europa, som ikke er dækket af kravene, ligesom selskaber udenfor Europa heller ikke vil være forpligtet.

På baggrund af selskabernes data skal finansielle aktører fra 2024 rapportere om deres grad af taksonomitilpasning.

Ifølge EU selv dækker aktiviteterne i taksonomien op imod 80 pct. af de samlede CO<sub>2</sub>-emissioner i EU. Man kan finde kriterier for jernbanetransport, lufthavne, nybyggerier og så fremdeles. EU har udviklet et taksonomikompass, hvor man kan se kravene til de specifikke aktiviteter ([ec.europa.eu/sustainable-finance-taxonomy/](https://ec.europa.eu/sustainable-finance-taxonomy/)).

Taksonomien omhandler seks miljømål, hvor klimaafbødning og klimatilpasning er færdiggjort som de første, mens taksonomien på sigt skal udvides til også at omhandle vand, cirkulær økonomi, forurening og biodiversitet.

Et vigtigt koncept i taksonomien er ”do no significant harm”, som fastslår, at en aktivitet ikke må gøre skade på andre taksonomimål. For hver aktivitet er der dermed en række krav til de andre miljømål, som skal opfyldes for at en aktivitet kan tælles med som grøn. Ligeledes er der også krav til sociale standarder, som fx OECD's retningslinjer for multinationale selskaber.

## To vigtige begreber – ”omfattet” og ”overensstemmelse”

Taksonomien er meget teknisk, og der er mange begreber at holde styr på. Et vigtigt begreb for forståelsen er om en given aktivitet er omfattet eller i overensstemmelse med taksonomien.

Hvis en aktivitet er omfattet, så dækker det over, at aktiviteten så at sige har et modstykke i taksonomien, og der er nogle specifikke krav til aktiviteten for at den kan blive defineret som grøn.

Hvis en aktivitet er i overensstemmelse med taksonomien betyder det, at den lever op til de specifikke krav i taksonomien, og at den dermed kan kategoriseres som grøn.

### Kilder:

Rockwool Sustainability Report 2021

Maersk Sustainability Report 2021

MSCI ESG

EU Taxonomy Compass

EU Taxonomy Regulation