

EU's rapporteringskrav til investorer skal føre til reelle forandringer

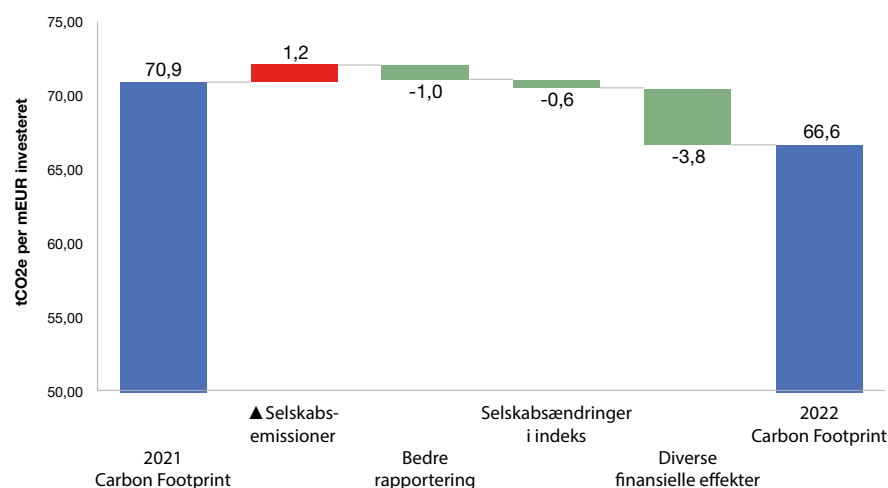
En af hovedambitionerne bag EU's nye disclosure-forordnings krav om investorer årlige rapportering om de negative bæredygtighedsvirkninger af deres investeringer er, at muliggøre, at måle, følge og skabe grundlag for at forbedre europæiske investorers samfundspåvirkninger gennem deres investeringer.

Men reguleringens indretning risikerer at underminere ambitionen. Kravene pålægger alene investorer at rapportere deres bæredygtighedsvirkninger i form af samlede porteføljetal, hvilket begrænser brugbarheden i forhold til at opnå reelle samfundseffekter. Samtidig skaber det incitamenter, som kan føre til, at investorer fx frasælger enkelte investeringer, hvilket optimerer deres porteføljetal, men ikke har nogen positiv effekt i den virkelige verden.

For at forstå og ultimativt forbedre sine bæredygtighedsvirkninger er man som investor nødt til at se igennem sine overordnede porteføljetal og fokusere på det enkelte selskab og dets udvikling, og det er derfor centralt, at EU fremadrettet har fokus på dette i sin revision af reguleringen.

Nogle af disse udfordringer med den nuværende rapportering bliver formentlig adresseret i EU's kommende revision af kravene, som blev sparket i gang med de europæiske tilsynsmyndigheders forslag til ændringer, der blev sendt i høring i april (se boksen "Proces for evaluering

Figur 1 – Illustration af dekomponering af udvikling i Carbon Footprint (scope 1) fra 2021 til 2022



Kilde ATP's egne beregninger på baggrund af data fra indekset S&P Europe 350.

af disclosure-forordningen" for yderligere detaljer).

Rapportering af bæredygtighedsvirkninger på porteføljeniveau begræser brugbarheden

Med disclosure-forordningen har EU etableret en række faste rammer for investorers rapportering af bæredygtighedsrelaterede oplysninger. Det gør sig ikke mindst gældende i forhold til kravene om de såkaldte negative bæredygtighedsvirkninger, som europæiske investorer skal rapportere om for første gang senest ved udgangen af juni 2023.

Med disse krav skal investorerne som udgangspunkt offentliggøre en årlig erklæring med beskrivelse af, hvordan de tager hensyn til de negative bæredygtighedsvirkninger af deres investeringer, og med rapportering på i alt 18 obligatoriske indikatorer. 14 af indikatorerne omhandler bæredygtighedsvirkninger af investeringer i selskaber, mens de sidste fire er fordelt på ejendomme og statsobligationer.¹ Herudover skal hver investor ud fra en længere liste vælge mindst to "valgfrie" indikatorer at rapportere på.

Desværre findes der en række u hensigts- →

¹ Hvad der præcis ligger i formuleringen "tager hensyn til" har været omdiskuteret, og Kommissionen har derfor nyligt fastslået, at det både handler om at offentliggøre sine data på indikatorerne, men samtidig også at fortælle, hvad man gør for at begrænse sine investeringers negative bæredygtighedsvirkninger.

mæssigheder i disclosure-forordningens rapporteringskrav vedrørende negative bæredygtighedsvirkninger, der har en række indbyggede problematikker og uklarheder.

En central uhensigtsmæssighed, der dog for indeværende ikke ser ud til at blive ændret, er dét, man kan kalde et grundlæggende mismatch mellem rapporteringskravenes fokus og deres reelle formål. For selvom negative bæredygtighedsvirkninger handler om processer og begivenheder, der foregår ude i de enkelte selskaber, skal investorerne efter kravene kun offentliggøre dem på samlet portefølje- eller produktniveau, hvilket kan skjule de reelle dynamikker.

For ATP's vedkommende vil rapportering på den enkelte PAI-indikator (PAI=principal adverse impacts) ske i form af et enkelt aggregeret tal for alle virksomheder i porteføljen, vægtet ud fra deres relative størrelse i porteføljen. Det betyder, at ATP principielt kunne leve op til oplysningskravene uden at have indsigt i, hvad der faktisk driver de enkelte tal. For bedre at forstå de underliggende dynamikker har vi dog valgt at gå mere i dybden end den obligatoriske rapportering kræver, som man kan læse om i rapporten "Negative bæredygtighedsvirkninger 2022".

Fraværet af et krav fra EU's side om, at investorer dekomponerer deres porteføljetal og ser på de enkelte selskaber, er en central uhensigtsmæssighed i disclosure-forordningen, da det af flere årsager kan modvirke EU's bagvedliggende ambition med forordningen, nemlig at skabe reelle reduktioner af de negative bæredygtighedsvirkninger.

Ved kun at fokusere på de samlede porteføljetal er der en risiko for, at den nødvendige viden, der kan skabe grundlag for reelle samfundsforbedringer, hverken bygges op hos selskaber eller investorer, og at det samtidig skaber uheldige incitamenter. Incitamenter, der eksempelvis kan risikere at fremme en frasalgsadfærd i stedet for en reduktionsadfærd hos investorer. En dekomponering af porteføljetallet vil i stedet give indsigt i,

hvad der driver udviklingen i bæredygtighedsvirkningen.

ATP forstår EU's ambition sådan, at investorer arbejder med negative bæredygtighedsvirkninger skal føre til reelle samfundsforbedringer, så investorerne understøtter EU's politiske mål i forhold til eksempelvis klima og bæredygtig omstilling. Det kan investorer gøre ved at skubbe deres porteføljeselskaber i den rigtige retning, så der sker en positiv påvirkning af den reelle økonomi.

Om behovet for dekomponering siger Director i ATP's ESG-team, Simon Leicht Nielsen

"Hvis man som investor kun kender sine overordnede porteføljetal for de enkelte PAI-indikatorer, har man meget begrænset mulighed for at vide, hvor skoen så at sige trykker – altså hvilke selskaber, der halter efter og på hvilke PAI-indikatorer. Kun hvis man som investor selv vælger at dekomponere de enkelte tal, kan man forstå de underliggende drivkræfter og på sigt udviklingen i porteføljen fra år til år."

I Figur 1 præsenteres som illustration et eksempel på udviklingen i scope 1-baseret CO₂-aftryk (Carbon Footprint, PAI 2) fra 2021-2022 for en fiktiv portefølje sat op til at følge indekset S&P Europe 350. I eksemplet er udviklingen fra 2021 til 2022 dekomponeret i fire effekter: a) effekt fra de enkelte selskabers reelle reduktion af CO₂, b) effekt fra bedre rapportering fra selskaber, c) effekt fra selskabsændringer i indeks, d) effekt fra diverse finansielle effekter.

Som det ses af figuren, falder porteføljens CO₂-aftryk fra 70,9 til 66,6 tCO₂e pr. mio. EUR investeret i perioden, og en investor der alene ser på dette tal vil derfor kunne konkludere, at selskaberne i porteføljen må have reduceret deres CO₂-aftryk.

Hvis man derimod dekomponerer tallene, kan denne ellers oplagte konklusion dog afkræftes – de direkte emissioner fra de "blivende" selskaber i portefølje-eksemplet stiger faktisk med 1,2 tCO₂e

pr. mio. EUR investeret i perioden. Det lavere CO₂-aftryk i 2022 skyldes i eksemplet derimod helt andre årsager. For det første øget rapportering (flere selskaber rapporterer i 2022 end i 2021, hvoraf en overvægt har relativt lavere CO₂-aftryk). For det andet den almindelige revidering af det bagvedliggende indeks, hvor et mindre antal selskaber i indekset udskiftes i perioden pga. fx fusioner og afnoteringer. Og for det tredje rent finansielle effekter som følge af, at vægtingen af selskaberne i indekset følger disses relative markedsværdi.

Hvad er negative bæredygtighedsvirkninger?

I EU's terminologi kan finansielle markedsdeltageres investeringsbeslutninger have negative effekter på miljømæssige, sociale og personalemæssige forhold samt på forhold vedrørende menneskerettigheder og bekæmpelse af korrupsion og bestikkelse. Disse effekter kaldes negative bæredygtighedsvirkninger (på engelsk principal adverse impacts; PAI) og kan altså forstås som en form for negative eksternaliteter relateret til bæredygtighed. Konkret handler det bl.a. om selskabers drivhusgasudledninger, biodiversitetspåvirkninger, affaldshåndtering og medarbejderforhold.

Proces for evaluering af disclosure-forordningen

Europakommissionen er for nuværende ved at evaluere disclosure-forordningens første år, og har derfor sendt ændringsforslag i høring. Her er der fokus på indikatorerne for negative bæredygtighedsvirkninger, hvor Kommissionen foreslår præciseringer og nye indikatorer. Ligeledes evalueres der på, om disclosure-forordningen fører til tydelig kommunikation om bæredygtighed til slutbrugerne.



Om eksemplet siger Director i ATP's ESG-team, Simon Leicht Nielsen:

"Ingen af disse tre faktorer siger noget om de reelle ændringer i emissioner på selskabsniveau. Hvis man som investor ikke dykker ned og følger de enkelte porteføljeselskabers udvikling, kan de overordnede tal derfor være ganske misvisende, og man opnår ikke de indsigter, der er hele formålet med rapporteringen."

Der mangler data på mange af indikatorerne

En yderligere udfordring er, at der på nuværende tidspunkt er begrænset dataunderstøttelse på de fleste af PAI-indikatorerne. Nogle af indikatorerne, fx CO₂-emissioner, er velkendte datapunkter, som mange virksomheder og investorer rapporterer på, men hvor der også fortsat er store huller i dækningen på nogle selskabers CO₂-rapportering – særligt når det kommer til illikvide investeringer som fx kapitalfonde. Og på nogle af de PAI-indikatorer der ikke bygger på velkendte datapunkter, er der ganske enkelt ikke ret mange selskaber, der rapporterer på nuværende tidspunkt.

Med EU's nye lovgivning om bæredygtighedsrapportering, Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) er det forventningen, at flere selskaber vil begynde at rapportere på PAI'erne, herunder også globale selskaber med europæiske datterselskaber af en vis størrelse. I udkastet til de tekniske standarder til CSRD bliver det gjort obligatorisk at rapportere på de metrikker, som investorerne skal bruge for at rapportere på PAI-indikatorerne. Men da CSRD kun implementeres trinvis, vil der gå en rum tid, før flere selskaber rapporterer om PAI-indikatorerne.

Ifølge disclosure-forordningen skal investorer bruge "best efforts" til at opnå den manglende data – direkte fra selskaberne selv eller gennem egen research eller brug af tredjepartsdataleverandører. Tredjepartsleverandører benytter sig dog ofte i vidt omfang af estimater, der kan beskrives som mere eller mindre kvalificerede gæt på et selskabs indvirkningstal på en given PAI-indikator, baseret

på en række parametre såsom omsætning, industri og geografi. Benytter man sig som investor af sådanne estimater, får man en række samlede porteføljetal, som man ikke meningsfuldt kan dykke længere ned i – og samtidig skubber man ikke selskaberne til at begynde at indsamle og rapportere deres reelle data, hvilket jo er første skridt til at opnå de ønskede reelle forbedringer.

Rapporteringskrav kan give anledning til frasalg i stedet for reduktioner

For di man som investor kun skal rapportere sine investeringers negative bæredygtighedsvirkninger på produkt- eller porteføljeniveau, skabes endvidere en række uheldige incitament for investorer.

I en porteføljeopgørelse vil mange af PAI-indikatorerne nemlig i ganske høj grad være drevet af nogle bestemte sektorer – eksempelvis har et typisk forsyningsselskab en CO₂-intensitet, der er over 250 gange højere end en typisk finansvirksomheds. Ser man på verdensindekset MSCI ACWI, der har knap 2800 selskaber, står bare 50 selskaber for omkring halvdelen af de samlede scope 1- og 2-emissioner.

Forordningen handler i sin essens om transparens og er ikke specifik om, hvordan man skal tage hensyn til sine negative indvirkninger, så en investor vil eksempelvis kunne benytte sig af aktivt ejerskab, stemmeafgivning på generalforsamlinger eller diverse tiltag på porteføljeniveau for at nedbringe sine PAI-indikatorer og stadig leve op til lovgivningen. En investor – der gerne vil se "grøn" ud – vil dog potentielt også kunne have incitament til at frasælge investeringer i en enkelt eller nogle få af de tungeste sektorer for at opnå et bedre PAI-tal – grundet den høje sektorkoncentration vil der nemlig ofte ikke skulle mere til.

Hvis man eksempelvis genbesøger den fiktive portefølje fra eksemplet ovenfor, men hvor investoren foretager en enkelt ændring i perioden ved at frasælge det mest CO₂-tunge selskab i porteføljen og i stedet beholde det CO₂-letteste

af de selskaber, der ellers ville være udskiftet grundet den almindelige løbende indeksrevideringsproces, så ville porteføljens samlede CO₂-aftryk i 2022 falde til 59,1 tCO₂e pr. mio. EUR investeret. Det svarer til mere end en fordobling af reduktionen i porteføljens samlede rapporterede CO₂-aftryk – men der vil være tale om en ændring uden nogen reel klimamæssig betydning, da aktierne i det CO₂-tunge selskab blot vil være solgt videre til en anden investor. Selskabet selv vil ikke blive presset til at reducere sine udledninger. Regelsættet understøtter således ikke en reel forandring, men muliggør, at givne investeringsporteføljer kan udvikle sig i en grønnere retning uden reelt at gøre det.

"Hvis vi som investorer skal understøtte EU's ambitioner, så er det vigtigt, at vi har øje for reelle forandringer ude i virksomhederne. Ellers bliver arbejdet med bæredygtige investeringer til en papirøvelse for investorer, som hverken gavner samfundet eller afkastet. Vi håber, at EU vil have det for øje, når reglerne skal revideres.", siger Martin Præstegaard, adm. direktør i ATP.

Disclosure-forordningen og negative bæredygtighedsvirkninger

I 2018 søsatte EU-Kommissionen sin Action Plan on Sustainable Finance, der har afstedkommet en række nye spilleregler for ESG og bæredygtighed i den finansielle sektor.

Fordi den finansielle sektor har berøring med alle andre brancher gennem sine investeringer og udlån, er det EU's tanke, at investorer kan føre pengestrømme i en mere bæredygtig retning og stille krav til selskaber om fokus på bæredygtighedsforhold. Den finansielle branche kan på den måde være en forandringsagent for økonomien bredt set.

Overordnet set havde Kommissionen tre formål med planen:

- Flere bæredygtige investeringer
- Bedre styr på ESG-risici (klima, miljø, sociale forhold mm.)
- Øget transparens og langsigtet tænkning i finanssektoren

Disse tre hovedprioriteter har ført til en lang række regulatoriske initiativer, der fx har materialiseret sig i taksonomi-forordningen og det kommende bæredygtighedsrapporteringsregime CSRD. Et af nybruddene er ligeledes disclosure-forordningen, der stiller oplysningskrav til investorer om bl.a. bæredygtighedsrisici, markedsføring og aflønning.

Et af kravene i disclosure-forordningen er, at investorer skal oplyse, hvordan de tager hensyn til deres investeringers såkaldte negative bæredygtighedsvirkninger, ligesom de også skal fortælle, hvordan de arbejder med bæredygtighedsrisici.

At overveje bæredygtighedsrisici indebærer at vurdere de væsentlige finansielle konsekvenser, der kan påvirke en investors aktiver, af fx klimaforandringer, på samme måde som investorer tager hensyn til almindelige finansielle, juridiske og skattemæssige forhold.

Hensyntagen til negative bæredygtighedsvirkninger handler om at vende regnestykket om og se på, hvordan eksempelvis et porteføljeselskab påvirker omverdenen via sine forretningsaktiviteter. Her skal investor altså fokusere på sine investeringers eksternaliteter, hvor omkostningerne bæres af omverdenen og samfundet.

Denne dobbelthed mellem finansielle og samfundsmæssige hensyn kaldes også for dobbeltmaterialitet.

