

faktum

om pension, investering og samfund

Investorer har en central rolle at spille i opfølgningen på grønne obligationer

Den grønne omstilling forudsætter betydelige investeringer i de kommende år. En effektiv måde at rejse de nødvendige midler på er gennem grønne obligationer.

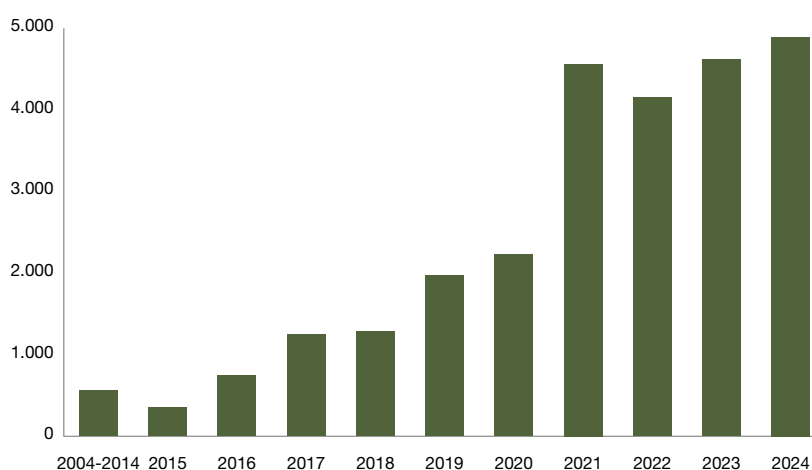
Grønne obligationer fungerer ved, at investorer køber obligationer, hvormed de låner penge til udstederen – ofte stater, internationale organisationer, banker eller store virksomheder – der derefter bruger pengene til at finansiere projekter med et klima- eller miljømæssigt formål. Disse midler kan fx bruges til at bygge vindmølleparker, udvikle solcelleanlæg eller finansiere bæredygtige byggeprojekter.

Markedet for grønne obligationer er vokset betydeligt de seneste år i takt med det stigende fokus på bæredygtige investeringer. Frem til 2024 er der samlet set blevet udstedt grønne obligationer for omkring 26.600 mia. kr. globalt, svarende til 30 gange det danske statsbudget.

Det er en positiv udvikling, at grønne projekter får bedre betingelser for at hente finansiering. Dog øger det også behovet for at sikre, at de midler, der bliver stillet til rådighed for udstedere af grønne obligationer, rent faktisk går til grønne projekter.

Dette behov forstærkes af, at der endnu ikke findes et fælles anerkendt regelsæt for grønne obligationer. Det er op til udstederne selv at definere deres egne rammer for, hvilke oplysninger de giver investorerne før og efter udstedelsen, heriblandt hvordan de definerer et grønt projekt. I mangel på fælles regler kan udstederes rapportering variere betydeligt,

Figur 1 – Årlig global udstedelse af grønne obligationer



Kilde: Bloomberg BNEF

hvilket gør indsamling af informationer på tværs af udstedere mere kompliceret for investorer.

Investorer spiller derfor en vigtig rolle i at vurdere udstederes grønne obligationer både før køb og efterfølgende. Før de investerer skal de sikre sig, at projekterne lever op til forventningerne, da de ellers risikerer at støtte projekter, der er mindre grønne end antaget, hvilket kan føre til beskyldninger om greenwashing mod både udstederen og investoren. Efterfølgende er det også nødvendigt, at investorer følger op på, om udstederne rent faktisk holder deres løfter, og at pengene fra obligationerne bliver brugt til de lovede grønne projekter.

Læs hele analysen nedenfor.

Ingen fastsatte krav til rammen for udstedelse af grønne obligationer

Det er almindelig praksis, at udstedere offentliggør et Green Bond Framework før udstedelsen af grønne obligationer. Det er et dokument, hvor de beskriver de overordnede rammer for udstedelsen, herunder hvilke grønne projekter pengene fra obligationen går til.

Der er ikke i lovgivningen fastsat krav til hvilke oplysninger, der skal fremgå af frameworket og den efterfølgende rapportering om, hvordan pengene fra obligationen er blevet fordelt. Derfor er det op til udstederen selv at fastsætte deres egne rammer. Der findes dog internationale markedsstandarder, hvor en af de mest anvendte er International Capital Market Associations (ICMA's) Green Bond Principles.



I figur 2 kan ICMA's fire centrale principper ses, som giver anbefalinger til, hvilke oplysninger udstederen skal komme omkring i deres framework for at sikre gennemsigtighed og åbenhed i udstedelsen af grønne obligationer. Da principperne fungerer som en frivillig vejledning og ikke er juridisk bindende, er det op til den enkelte udsteder, hvorvidt – og i hvilket omfang – de vælger at følge anbefalingerne.

Dette giver investorerne en vigtig rolle, idet de selv må vurdere kvaliteten og pålideligheden af frameworket. Hvis investorerne undlader at gøre dette, kan der være flere faldgruber, som de kan støde på.

For det første kan de grønne projekter vise sig at være mindre bæredygtige end forventet. Dette kan resultere i anklager om greenwashing, ikke kun mod udstederen, men også mod investoren. Et eksempel herpå er olieselskabet Repsol, som var det første olieselskab til at udstede en grøn obligation. Midlerne fra denne obligation var øremærket til at forbedre energieffektiviteten i deres raffinaderier. Selvom initiativet kunne reducere udledninger på kort sigt, blev det kritiseret for stadig at fastholde afhængigheden af fossile brændstoffer frem for at fremme en reel omstilling til vedvarende energi.

For det andet kan en utilstrækkelig udvælgelsesproces føre til investeringer i projekter, der fx ikke opfylder de forventede klima- og miljømål, hvis virksomheder baserer deres valg på uklare eller utilstrækkelige kriterier. For eksempel, hvis en udsteder finansierer opførelsen af energivenlige ejendomme, der kun lever op til de laveste miljøstandarder, kan det senere vise sig, at disse bygninger ikke opnår betydelige energibesparelser sammenlignet med bygninger, der er certificerede efter de højeste standarder.

Endelig kan der, hvis der ikke er etableret klare og effektive kontrolmekanismer, opstå situationer, hvor midler fra obligationen, utilsigtet investeres i aktiviteter, der strider mod obligationens grønne formål, som fx fossil energiproduktion.

Figur 2 – ICMA's Green Bond Principles



Disse risici understreger, hvor vigtigt det er, at investorer nøje vurderer indholdet af et framework. Uden en grundig gennemgang risikerer de at investere i projekter, der ikke lever op til deres grønne målsætninger, eller i værste fald at blive associeret med greenwashing.

Opfølgning er centralt

Efter udstedelsen anses det for 'best practice', hvis udstedere løbende rapporterer om, hvordan pengene fra obligationen er blevet fordelt, samt om den forventede miljø- og klimaeffekt af de udvalgte grønne projekter. Dette sker gennem såkaldte årlige allokeringsrapporter, der beskriver hvordan pengene er blevet brugt, og såkaldte impactrapporter, der vurderer de faktiske eller estimerede effekter af de grønne projekter.

Det er ikke alle udstedere, der får tjekket deres allokeringsrapporter af en ekstern kontrollant, selvom det kan øge tilliden til, at udstederens oplysninger er korrekte. Derfor er det i sidste ende op til investorerne selv at vurdere, om ustederne holder deres løfter i praksis, og at pengene fra den grønne obligation rent faktisk er blevet brugt til de projekttyper, der er nævnt i frameworket.

Det er derfor afgørende, at investorerne aktivt følger op ved at sammenligne de projekter, som udstederen har lovet at finansiere, med de projekter som pengene er gået til. På den måde kan inve-

storet få indsigt i, om midlerne anvendes som lovet, og om obligationen reelt understøtter grønne projekter.

Det er en ganske kompliceret opgave at følge op på, om ustederne af grønne obligationer rent faktisk holder, hvad de har lovet. Om det siger ESG-direktør i ATP, Ole Buhl:

"For ATP's vedkommende har opfølgningen været undervejs i en årrække og krævet betydelige ressourcer bl.a. pga. omfanget af ustedernes rapportering. Dette er også en af årsagerne til, at ATP pt. holder antallet af grønne obligationsudstedere på et begrænset niveau i afdækningsporteføljen. Opfølgningen har ført til en dialog med udstedere om eventuelle mangler og forbedringsmuligheder i deres obligationsprogrammer."

Ustederne har taget positivt imod denne dialog, og KfW, som er en tysk udviklingsbank, har udtalt:

"Vi værdsætter den løbende dialog med investorer som ATP, og bruger deres input til, hvordan vi kan fastholde og forbedre vores høje standarder for gennemsigtighed i vores rapportering."

Rapportering varierer på tværs af udstedere

For at sikre høj troværdighed om grønne obligationer, har ATP i en årrække arbejdet for at øge ustedernes transparens. →

Det er mest optimalt, hvis det er muligt at se præcist, hvilke projekter obligationen har finansieret, og hvilken påvirkning de har haft. I hvilket omfang dette kan lade sig gøre, afhænger af udstederens type. For eksempel forbinder den Europæiske Investeringsbank (EIB) de enkelte projekter med en såkaldt ISIN-kode, der identificerer et værdipapir. Dette gør det muligt for investorer at spore, hvilke projekter de har bidraget til at finansiere og vurdere deres klima- og miljømæssige effekter.

Mens nogle udstedere, som EIB, giver høj sporbarhed, er det ikke altid muligt for andre udstedere. Det gælder fx udviklingsbanker, der yder lån til virksomheder og private gennem kommercielle banker. Hvis de skulle rapportere på det mest detaljerede niveau, ville det kræve afrapportering for hvert enkelt lån, hvilket ikke er meningsfuldt. I stedet er det mere relevant at rapportere på den samlede effekt af finansieringen opdelt efter projektyper.

På samme måde rapporterer stater typisk på et overordnet niveau, da midlerne fra grønne obligationer ofte bruges

til brede grønne initiativer såsom skattelettelser og subsidier. Derudover kan det være svært at måle den præcise klimaeffekt, da det ikke er lige så konkret, som når fx en virksomhed opstiller en vindmølle.

Rapporteringspraksissen varierer betydeligt på tværs af udstedere, selvom alle ATP's udstedere af grønne obligation følger ICMA's anbefalinger. De forskellige tilgange til rapportering gør det vanskeligt at indsamle, fortolke og standardisere information fra udstedere.

Kommende regulering kan sikre ensartethed i rapportering

I december 2024 trådte en forordning, der etablerer en frivillig europæisk standard for grønne obligationer i kraft. Denne forordning fastsætter krav til de oplysninger, udstedere skal offentliggøre, hvis de ønsker at betegne deres obligationer som en "europæisk grøn obligation". Dette skal bidrage til større gennemsigtighed og ensartethed i rapporteringen, så investorer lettere kan sammenligne grønne obligationer på tværs af udstedere.

Forordningen kræver, at pengene fra grønne obligationer øremærkes til projekter, der opfylder EU-taksonomiens definition af miljømæssigt bæredygtige aktiviteter. Det vil være med til at mindske usikkerheden omkring, hvilke projekter der kan kvalificeres som grønne.

Hidtil har det i vid udstrækning været op til den enkelte udsteder at definere, hvad der kvalificerer sig som grønt, hvilket har skabt en risiko for greenwashing. Med EU-taksonomien bliver definitionen af bæredygtige aktiviteter mere ensartet og objektiv, hvilket øger gennemsigtigheden og skaber større sikkerhed for investorer om, hvad der reelt kan betegnes som grønt.

En europæisk standard for grønne obligationer er et skridt i den rigtige retning, men da ordningen er frivillig, er ATP og andre investorer afhængige af, at udstederne vælger at udstede obligationer under denne standard. Alternativt må investorer fortsætte arbejdet med selv at følge op på, om pengene fra obligationerne rent faktisk går til projekter med grønne formål, og om udstedere holder deres løfter i praksis.

Hvad karakteriserer en grøn obligation?

Grønne obligationer er karakteriseret ved, at pengene fra udstedelsen er øremærket til at finansiere projekter med et grønt formål. Inden udstedelse af grønne obligationer er det almindelig praksis, at udstedere offentliggør et Green Bond Framework. Her beskrives de overordnede rammer med udstedelsen, og hvordan udstederen definerer et grønt projekt. Det inkluderer bl.a. information om, hvilke typer af projekter, der kan finansieres af pengene fra obligationen, hvordan projek-

ter vurderes og udvælges, og i hvilket omfang udsteder afrapporterer på de klima- og miljømæssige effekter af de udvalgte grønne projekter.

Et framework indeholder typisk også et afsnit om tredjeparts-vurderinger, hvor udstederen oplyser, at en ekstern kontrollant har verificeret indholdet af deres framework. Nogle udstedere får desuden lavet en tredjepartsvurdering af deres rapportering om, hvordan pengene fra obligationen er blevet allokert.