

ATP Koncernen

Negative bæredygtighedsvirkninger 2024

– en del af ATP's samfundsansvar

atp=

Introduktion

Forbedringer kræver data, relevans og mulighed for løbende monitorering

I sidste års rapport uddybede vi, hvorfor vi mener, at det som investor kun giver mening at følge sine PAII-tal på individuelt selskabsniveau – ikke på samlet porteføljeniveau. Ændringer i de overordnede porteføljetal fra år til år skyldes nemlig ofte helt andre forhold end reelle selskabsreduktioner – fx køb og salg af aktier, forskellige finansielle effekter såsom ændrede valutakurser, ændringer i andelen af rapporterende selskaber eller opdateringer af dataleverandørers vurderinger af selskaber.

I år zoomer rapporten især ind på ATP's beslutning om at fokusere en stor del af vores PAII-relaterede aktive ejerskab på indikatorerne om selskabers CO₂-udledninger og andel kvindelige bestyrelsesmedlemmer. Vi har taget det valg, fordi vores erfaring er, at der er nogle betingelser, som skal

være opfyldt, hvis man som aktiv ejer skal kunne arbejde meningsfuldt for løbende forbedringer hos sine porteføljeselskaber på en given ESG-metrik. For det første skal metrikken have tilstrækkelig datadækning, for det andet skal den måle på noget relevant for hovedparten af ens porteføljeselskaber, og for det tredje skal metrikken muliggøre løbende monitorering af udviklingen hos de enkelte porteføljeselskaber. Som vi viser i årets rapport, er de to PAI-indikatorer om CO₂-udledninger og bestyrelsesdiversitet efter ATP's opfattelse de eneste, der på nuværende tidspunkt reelt lever op til disse betingelser.

I rapportens sidste afsnit giver vi ATP's besyv på nogle af de aktuelle og foreslåede ændringer til europæiske investorerers PAII-rapporteringer.

ATP rapporterer i år for tredje gang de negative bæredygtighedsvirkninger – også kendt som PAI-indikatorerne – af vores investeringer. I tabellen til højre ses ATP's tal for 2024 sammenlignet med de to forrige år og opdelt på henholdsvis børsnoterede og unoterede aktiver.

Fordi ATP og andre europæiske investorer nu har rapporteret i tre år, er det naturligt at begynde at interessere sig for udviklingen i tallene. Vi beskrev dog sidste år, hvorfor vi er forsigtige med at konkludere ud fra ændringer i de overordnede PAII-tal. Det skyldes især, at PAII'erne rapporteres som samlede porteføljetal, hvorfor ændringer i tallene fra år til år ofte skyldes forhold, der ikke har meget at gøre med reel bæredygtighedsudvikling i de enkelte selskaber. Fx kan det have stor betydning for en porteføljes PAII-tal, hvis der sker bare små ændringer i porteføljens sektorsammensætning – intentionelt eller ej – da mange af indikatorerne drives af nogle få bestemte industrier.

Og i år er vi i ATP ekstra varsomme med at drage for stærke konklusioner på baggrund af ændringer i tallene. Siden sidste rapportering har vi nemlig efter en grundig udbudsproces valgt at udskifte vores leverandør af PAII-relateret data på den børsnoterede portefølje. Vi anvender derfor nu data fra leverandøren Bloomberg, hvilket ikke kan undgås at have en indvirkning på tallene. Vi ved fx, at der er forskelle på dataleverandørernes fortolkning og operationalisering af de enkelte PAI-indika-

torer, og at der kan være variationer i, præcis hvilke data fra fx selskabsrapporteringer, som dataleverandørerne anvender. Det er dog meget svært at isolere, hvilke ændringer i ATP's børsnoterede porteføljes tal, der skyldes disse forhold, og hvilke der er udtryk for reelle ændringer. Som uddybet under tabellen til højre mener vi derfor, at det i år primært er ændringerne i den unoterede portefølje, der kan tages for pålydende.

ATP UDGIVER BÅDE EN ERKLÆRING OG EN RAPPORT OM PAII'ERNE

Kravet om rapportering på PAI-indikatorerne kommer fra EU's disclosureforordning, der er en central del af EU's ambition om at forbedre informationen om bæredygtighed på det finansielle område.

Der er pt. 18 obligatoriske og en række valgfrie indikatorer ift. investeringer i virksomheder. Hertil fire indikatorer vedrørende investeringer i stater og ejendomme.

ATP giver i denne rapport nogle perspektiver på vores PAII-erklæring for 2024, der ligger på ATP's hjemmeside. Erklæringen skal tage en bestemt skematisk form og giver ikke mulighed for at gå meget i detaljer.

	Samlet			Børsnoterede Aktiver			Unoterede Aktiver		
	2024	2023	2022	2024	2023	2022	2024	2023	2022
Drivhusgasemissioner (tCO ₂) (PAI 1):									
Scope 1	588.400	476.255	629.668	483.020	312.165	468.895	105.368	164.090	160.773
Scope 2	131.381	104.965	102.803	93.237	68.633	79.081	38.135	36.332	23.721
Scope 3	7.203.689	6.837.390	7.772.749	6.094.359	6.203.574	7.528.942	983.437	633.816	244.455
I alt	7.923.469	7.418.610	8.505.219	6.670.615	6.587.372	8.076.298	1.126.940	834.238	428.950
CO ₂ -aftryk (tCO ₂ /mEUR) (PAI 2):	581,3	601,8	816,5	883,4	1070,0	1322,0	176,5	132,7	88,2
Drivhusgasintensitet (tCO ₂ /mEUR) (PAI 3):	1044,1	940,1	1237,3	970,2	1208,0	1622,4	1136,6	669,7	686,9
Andel selskaber med aktiviteter i fossilektoren (PAI 4):	15,7%	12,2%	14,5%	3,9%	9,8%	12,0%	32,0%	14,7%	17,4%
Selskabers andel af ikke-vedvarende energi (PAI 5):	60,3%	61,1%	71,9%	61,4%	62,2%	71,3%	59,6%	60,3%	72,8%
Energiforbrugsintensitet i høj-impactsektorer (GWh/mEUR) (PAI 6):	0,00-0,28	0,05 - 7,03	0,10 - 7,16	0,00-0,12	0,07 - 1,86	0,13 - 4,18	0,00-1,2	0,04 - 7,57	0,01 - 9,74
Andel selskaber med indvirkning på sårbar biodiversitet (PAI 7):	0,5%	0,0%	0,0%	0,5%	0,0%	0,0%	0,6%	0,1%	0,0%
Udledninger til vand (tons/mEUR) (PAI 8):	2,0	0,4	27,8	2,9	0,1	265,3	1,9	0,4	1,6
Farligt/radioaktivt affald genereret (tons/mEUR) (PAI 9):	1,8	0,5	34,6	6,2	1,0	13,7	2,7	0,3	45,9
Andel selskaber der har brudt UNGC/OECD's principper (PAI 10):	2,3%	0,0%	0,0%	4,0%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Andel selskaber uden processer for UNGC/OECD's principper (PAI 11):	19,2%	29,4%	42,1%	25,7%	36,2%	35,1%	10,3%	21,7%	53,1%
Ukorrigeret forskel mellem kønnene i selskaber (PAI 12):	12,2%	10,1%	12,7%	15,5%	11,5%	13,1%	11,2%	9,4%	12,5%
Andel kvinder i bestyrelsen (PAI 13):	28,7%	30,6%	26,9%	36,2%	37,9%	36,1%	19,0%	23,0%	16,3%
Andel selskaber involveret i kontroversielle våben (PAI 14):	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Andel selskaber uden politik vedr. arbejdsulykker (frivillig PAI):	3,3%	4,2%	30,0%	0,8%	6,8%	26,5%	0,0%	1,7%	33,8%
Selskabers forbrug af vand og andel genanvendt vand:									
(1) Vandforbrug pr. mEUR omsætning	75,6	1123,0	1370,4	44,5	913,0		110,7	1249,9	1370,4
(2) Vægtet gennemsnitlig andel genanvendt vand	11,6%	14,4%	9,1%	29,7%	0,2%		9,4%	15,2%	9,1%

ATP'S PAI-TAL FOR 2024

Fordi ATP har ændret dataleverandør siden sidste års rapportering, er det forbundet med usikkerhed at tolke på ændringer i tallene for den børsnoterede portefølje i år. ATP fokuserer derfor mest på den unoterede portefølje. Her er den måske mest iøjnefaldende ændring i 2024, at selskabernes CO₂-udledninger er steget markant. Stigningen handler dog alene om scope 3, mens der faktisk er sket et fald i scope 1+2-udledningerne. ATP vurderer, at stigningen primært handler om, at selskaberne gradvist bliver bedre til at opgøre deres scope 3-udledninger, som er de mest vanskelige at måle. Scope 3-udledninger handler nemlig ikke om et selskabs egne udledninger, men om udledninger genereret i selskabets værdikæde, fx gennem køb af materialer, transport, anvendelsen af selskabets produkter og den efterfølgende bortskaffelse. Ofte udgør scope 3-udledningerne over 90% af et selskabs udledninger, hvilket også har været tilfældet for ATP's børsnoterede portefølje i alle de tre år, ATP har rapporteret på PAII'erne. I den unoterede portefølje udgjorde scope 3-udledningerne dog kun ca. 57% i 2022, hvilket steg til ca. 76% i 2023 og nu til 87% i 2024. Vi vurderer derfor, at tallet primært er steget som følge af en "catch-up effekt", hvor de ofte mindre og yngre selskaber i den unoterede portefølje er blevet bedre til at opgøre flere af deres scope 3-udledninger, snarere end at deres udledninger faktisk er steget. Dette er også det billede, vi får i vores løbende dialoger med selskaberne.

Kun få PAI-indikatorer lægger op til løbende aktivt ejerskab

I ATP har vi arbejdet med aktivt ejerskab i mange år, fordi vi tror på, at bæredygtighed og afkast kan gå hånd i hånd. Vores erfaring er, at selvom man som investor ikke kan regne med at kunne tvinge sine holdninger igennem hos sine porteføljeselskaber, møder man med seriøsitet og fornuftige argumenter ofte lydhørhed hos mange virksomheder.

Erfaringsmæssigt fungerer det aktive ejerskab ofte bedst, hvis investor og porteføljeselskab lader dialogen tage afsæt i en konkret ESG-metrik. Mange selskaber ønsker selv at bevæge sig i en bæredygtig retning, men det er gavnligt, hvis der er klarhed om, hvad dialogen præcis handler om, og hvad investor eventuelt ønsker, at selskabet skal arbejde med eller forbedre sig på. Derfor kan det være godt at tage udgangspunkt i en specifik ESG-metrik, som kan gøre måling, dialog og opfølgning lettere.

Det er dog ikke ligegyldigt, hvilken metrik der er tale om. Ifølge vores erfaring skal tre betingelser være opfyldt, hvis en ESG-metrik skal egne sig til at danne afsæt for en løbende aktivt ejerskabsindsats på tværs af en diversificeret portefølje som fx ATP's:

- **For det første skal metrikken have tilstrækkelig dækning.** Mens der er god datadækning på nogle ESG-relaterede indikatorer, fx vedrørende selskabers klimapåvirkning, sundhed/sikkerhed og antikorrupsionstiltag, er der andre indikatorer, hvor datadækningen halter efter. Hvis dækningen er utilstrækkelig, navigerer man som investor så at sige i blinde, da man ikke ved, hvordan selskaberne uden datadækning faktisk præsterer på den givne metrik.
- **For det andet skal metrikken være alment relevant på tværs af sektorer.** Nogle ESG-metrikker har bred relevans, mens andre kun er væsentlige i bestemte brancher

eller geografiske områder. Medarbejdertilfredshed er fx relevant for alle selskaber, mens temaer som luftforurening eller behandling af forsøgsdyr er branchespecifikke. Hvis en metrik kun er relevant i nogle sektorer, er den ikke egnet som et værktøj til aktivt ejerskab på tværs af en bred portefølje.

- **For det tredje skal metrikken muliggøre monitorering af selskabers udvikling.** Det betyder både, at metrikken skal være egnet til objektivt faktisk at måle det tema, som den adresserer – og at den skal kunne bruges til at følge, om selskaber forbedrer sig, står stille eller bevæger sig i forkert retning. Det kan bl.a. være et problem for binære ja/nej-metrikker, der angiver, om et selskab fx har vedtaget en given ESG-relateret politik eller ej. Sådant en metrik kan anvendes til en simpel test af, om et selskab overhovedet er opmærksom på et bestemt ESG-tema, men kan fx ikke skelne mellem, om selskabet går fra at præstere middeld godt til fremragende eller omvendt. Kvantitative metrikker, der også kan fange mindre ændringer hos selskaber, er tit mere brugbare til at følge udvikling over tid.

Som investor kan man godt arbejde ad hoc med ESG-metrikker, der ikke lever op til disse betingelser. Man kan fx gå i dialog med en mindre gruppe selskaber med afsæt i en metrik, som kun er relevant for bestemte sektorer. Men hvis indsatsen skal være meningsfuld på tværs af en bred portefølje, skal alle tre betingelser være opfyldt.

Fra EU's side er der netop en forventning om, at investorer foruden at rapportere deres samlede PAI-tal hvert år også fortæller, hvad de gør for at forbedre dem – og derfor er de tre betingelser aktuelle. Som vi viser nedenfor, er det dog kun PAI-indikatorerne om CO₂-udledninger og bestyrelsesdiversitet, der efter ATP's opfattelse lever op til betingelserne.



	Data-dækning	Almen relevans	Løbende monitorering
Drivhusgasemissioner (PAI 1)	●	●	●
Andel selskaber med aktiviteter i fossilektoren (PAI 4)	●	●	●
Selskabers andel af ikke-vedvarende energi (PAI 5)	●	●	●
Energiforbrugsintensitet i høj-impactsektorer (PAI 6)	●	●	●
Andel selskaber med indvirkning på sårbar biodiversitet (PAI 7)	●	●	●
Udledninger til vand (PAI 8)	●	●	●
Farligt/radioaktivt affald genereret (PAI 9)	●	●	●
Andel selskaber der har brudt UNGC/OECD's principper (PAI 10)	●	●	●
Andel selskaber uden processer for UNGC/OECD's principper (PAI 11)	●	●	●
Ukorrigeret lønforskel mellem kønnene i selskaber (PAI 12)	●	●	●
Andel kvinder i bestyrelsen (PAI 13)	●	●	●
Andel selskaber involveret i kontroversielle våben (PAI 14)	●	●	●
Andel selskaber uden politik vedrørende arbejdsulykker (frivillig PAI)	●	●	●
Selskabers forbrug af vand og andel genanvendt vand (frivillig PAI)	●	●	●

PAI 2 om CO2-aftryk og PAI 3 om CO2-intensitet er udeladt fra tabellen, da de begge er direkte afledt fra PAI 1.

Datadækning

I sidste års rapport Negative Bæredygtighedsvirkninger 2023 beskrev vi variationen i datadækning på de forskellige PAI-indikatorer. Nogle af indikatorerne havde pålidelige data på langt de fleste selskaber i ATP's portefølje, mens andre haltede efter med dækning på så lidt som 20% af porteføljen.

Det billede gør sig stadig gældende. I oktober 2024 kom EU's finansielle tilsynsmyndigheder fx med en ny rapport, der dykker ned i europæiske investorers PAII-rapporteringer.¹ Rapporten viser, at det ikke kun er i ATP's portefølje, at data-dækningen varierer – og at dækningen især er mangelfuld på indikatorerne om udledning til vand, generering af farligt og/eller radioaktivt affald, lønforskel mellem kønnene og forbrug/

produktion af ikke-vedvarende energi. På disse fire indikatorer ligger dækningen på helt ned til 12%.

Der er forskellige årsager til, at datadækningen er lav på de fire indikatorer, men en fællesnævner er, at EU her har valgt at bruge metrikker uden nævneværdig tradition på ESG-området. Indikator 8 om udledning af forurenende stoffer til vand, som EU selv har udviklet, oplister fx en helt bestemt række stoffer, bl.a. tungmetaller og pesticider, hvoraf mange ikke er traditionelle ESG-målepunkter. Og mange selskaber er nok ikke i stand til eller ser fordel i at lave præcis den opgørelse, da en del af stofferne kun er væsentlige for nogle sektorer.

Noget tilsvarende gælder for indikator 12 om lønforskel mellem kønnene, som skal rapporteres ukorrigeret, hvilket vil sige på tværs af alle ansatte. Mange selskaber rapporterer i stedet en korrigeret lønforskel, der tager højde for fx jobkategori, uddan-

nelsesniveau og erhvervs erfaring og derved giver et billede af lønforskellen mellem mænd og kvinder i sammenlignelige funktioner. Da mange selskaber finder den korrigerede lønforskel mest relevant, rapporterer de ikke den ukorrigerede.

Almen relevans

Som bekendt er PAI-indikatorerne tænkt fra EU's side som de væsentligste indikatorer for negative bæredygtighedsvirkninger på tværs af en given portefølje – og må altså være opfattet som metrikker med bred relevans. En række af indikatorerne er dog reelt meget sektordrevne.

Det giver sig selv, at dette fx gælder for indikatorerne om involvering i kontroversielle våben eller aktiviteter i den fossile sektor. Hvorvidt et selskab har aktiviteter i den fossile sektor eller ej handler altovervejende om, hvilken branche selskabet opererer i. Men også andre af PAI-indikatorerne drives reelt af meget få sektorer, fx dem om selskabers udledninger til vand, generering af farligt og radioaktivt affald samt forbrug/genanvendelse af vand. I sidste års rapport viste vi, at mere end 90% af den samlede indvirkning på hver af disse tre indikatorer stammede fra så lidt som to sektorer.

Den umiddelbart eneste måde for investorer at reducere disse tal vil derfor være at reducere eksponeringen mod bestemte brancher – og ATP har ikke forstået EU's intention sådan, at PAI-indikatorerne på den måde skulle være prækriptive for investorers ageren.

Løbende monitorering

Ifølge disclosureforordningen skal investorerne følge og rapportere udviklingen i deres PAII-tal i form af en årlig historisk sammenligning, der på sigt skal inkludere de foregående fem års tal. For hver indikator skal investorerne desuden beskrive, hvilke tiltag de har gennemført, og hvilke de planlægger at gennemføre for at nedbringe deres investeringers negative indvirkninger. Dette ligger i udgangspunktet fint i tråd med betingelsen om, at ESG-metrikker bør muliggøre løbende monitorering af udviklingen hos porteføljeselskaber.

Fem af de obligatoriske PAI-indikatorer er imidlertid binære, hvilket giver udfordringer i den henseende.

For det første fordi der er tale om komplekse ESG-temaer, der vanskeligt lader sig måle af én binær metrik. Det gælder bl.a. indikatoren om porteføljeselskaber med negativ indvirkning på beskyttet/sårbar biodiversitet og indikatoren om porteføljeselskaber uden processer for overholdelse af FN's Global Compacts eller OECD's principper for ansvarlig virksomhedsadfærd. Temaerne i disse metrikker er vigtige, men de binære metrikker giver kun en del af billedet. Selskaber kan fx have indvirkning på biodiversitet på andre måder end ved direkte at skade beskyttede områder tæt på deres aktiviteter. Og om et selskab "har processer" for ansvarlig virksomhedsadfærd er ligeledes vanskeligt at måle med en enkelt binær indikator. Måske er det derfor, nogle dataleverandører har operationaliseret metrikken ved blot at kontrollere, om selskabet er medlem af FN's Global Compact – men det er næppe optimalt. Det kan altså diskuteres, om disse metrikker faktisk er gode indikatorer for de bagvedliggende temaer om biodiversitet og ansvarlig selskabsadfærd.

For det andet gør metrikkernes binære opbygning, at de ikke kan bruges til at måle den årlige udvikling på selskabsniveau bortset fra på det mindretal af selskaber, der i et givet år flytter sig fra "nej" til "ja" eller omvendt. De fleste selskaber "scorer" det samme på disse indikatorer år efter år, selv hvis de fx er blevet bedre eller dårligere til at håndtere det pågældende ESG-tema. Metrikkerne egner sig derfor ikke til at danne grundlag for en løbende indsats på tværs af en bred portefølje som ATP's.

Implikationer

At det kun er indikatorerne om drivhusgasemissioner og kvinder i bestyrelse, der lever op til betingelserne, betyder ikke, at det ikke giver mening at måle og rapportere på de øvrige PAI-indikatorer. Men det betyder, at det efter ATP's opfattelse kun er disse to indikatorer, der egner sig som afsæt for en løbende aktiv ejerskabsindsats på tværs af en bred portefølje. Og blandt andet af den grund har vi i ATP bygget en større bæredygtighedsindsats op om netop disse to temaer – det fortæller vi om på de næste sider.

¹ https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-10/JC_2024_68_Final_Joint_ESAs_2024_Final_Report_on_PAI_disclosures__Article_18_SFDR_.pdf

CO₂-udledninger og kønsdiversitet i fokus

I ATP har vi valgt at fokusere en del af vores ESG-indsats på to specifikke temaer, nemlig CO₂-udledninger og kønsdiversitet i ledelse. Det har vi gjort, fordi klimaudfordringen og ligestillingsdagsordenen er to af de væsentligste bæredygtighedsemner, men også fordi det er emner, der kan adresseres af investorer via målepunkter, der lever op til de betingelser, vi beskrev i det forrige afsnit.

Konkret har vi over det sidste år arbejdet på at udvikle en metode for at følge vores porteføljeselskabers udvikling i forhold til deres totale (eller ”absolutte”) CO₂-udledninger og andel kvinder i bestyrelse og ledelse. For hvert tema har vi formuleret et såkaldt pejlemærke, som vi forventer, at alle selskaber arbejder hen imod, uanset om de er børsnoterede eller unoterede, danske eller udenlandske.

Vi måler årligt porteføljen på tværs af aktier, obligationer og unoterede selskaber op mod hvert pejlemærke og rækker ud til de selskaber, hvor tallene ikke viser fremgang over de sidste to år. Selskaberne forventes at vende tilbage med en god forklaring dels på den manglende forbedring, dels på hvad selskabet gør eller planlægger for at ændre situationen. ATP vurderer herefter hver forklaring, og en forklaring godtages kun, hvis den på tilfredsstillende vis sandsynliggør fremtidig forbedring.

I 2025 har vi fokus på at forbedre vores evne til at vurdere substansen i selskabernes forklaringer. En del selskaber med stigende CO₂-udledninger forklarer fx, at dette skyldes vækst i form af opkøb af andre selskaber, øget produktion el.lign. En sådan forklaring kan godt give mening—også i et klimaperspektiv—da det samlet set kan føre til færre udledninger, hvis de mest effektive selskaber øger deres andel af produktionen. Men der er forskel på, om en stigning fx skyldes opkøb, der kun bør resultere i en kort periode med udledningsstigninger, eller om der er forhold, der berettiger stigninger i længere tid, fx hvis der er tale om en egentlig vækstvirksomhed. Og uanset hvad kan vækst kun være en tidsbegrænset forklaring, da alle selskaber på sigt skal reducere deres udledninger trods økonomisk vækst.

På diversitetsområdet forklarer en del selskaber på samme måde, at deres manglende fremgang skyldes, at de opererer i en sektor, hvor kvinder er underrepræsenteret, hvilket gør det svært at øge kønsdiversiteten i ledelsen. Det er klart, at det vil

tage længere tid at opnå ligelig kønsfordeling fx i infrastrukturektoren, hvor andelen af kvinder er lav, end i sundhedssektoren, hvor kvinder dominerer arbejdsstyrken. Men et infrastrukturetselskab kan stadig sætte et mål for en højere andel kvinder i ledelsen eller bestyrelsen – målet skal bare afspejle omstændighederne. Hvordan dette ambitionsniveau præcis skal lægges, er ligeledes noget vi løbende bliver klogere på.

Endelig afsøger vi i 2025 muligheden for at udvide vores pejlemærkeindsats med en ny indsats med fokus på selskabers sundheds- og sikkerhedsforhold. Det er væsentligt for ATP, at selskaber arbejder ambitiøst med dette område, fordi ingen bør komme til skade eller blive syge af at gå på arbejde, og fordi et seriøst arbejde for at forhindre arbejdsulykker understøtter værdiskabelsen i virksomhederne, da det bl.a. medvirker til at tiltrække og fastholde kvalificeret arbejdskraft. Vi har derfor de seneste tre år valgt at rapportere på den frivillige PAI-indikator om andel porteføljeselskaber uden en politik vedrørende arbejdsulykker. Denne binære indikator egner sig dog ikke til at overvåge den løbende udvikling hos selskaber, og vi er derfor i gang med at undersøge, om der i stedet kan bygges et pejlemærke op omkring udviklingen i antallet af arbejdsulykker hos ATP’s porteføljeselskaber.

HIGHLIGHTS: ATP’S ARBEJDE MED BÆREDYGTIGHEDSPEJLEMÆRKERNE I 2024

- Mellem 2023 og 2024 år havde 56% af alle rapporterende selskaber i ATP’s portefølje reduceret deres scope 1-udledninger, og 46% havde øget kønsdiversiteten i bestyrelsen.
- Selskaber havde i gennemsnit reduceret deres scope 1-udledninger med 2,1% og øget kønsdiversiteten i bestyrelsen med 1,2%-point. I gennemsnit havde ATP’s porteføljeselskaber en CO₂-udledning på 1,6 mio. tons (scope 1) og en kønsdiversitet i bestyrelsen på 29,4%.
- ATP var i alt i dialog med 210 selskaber om manglende forbedring i 2024.

ATP’s bæredygtighedspejlemærker

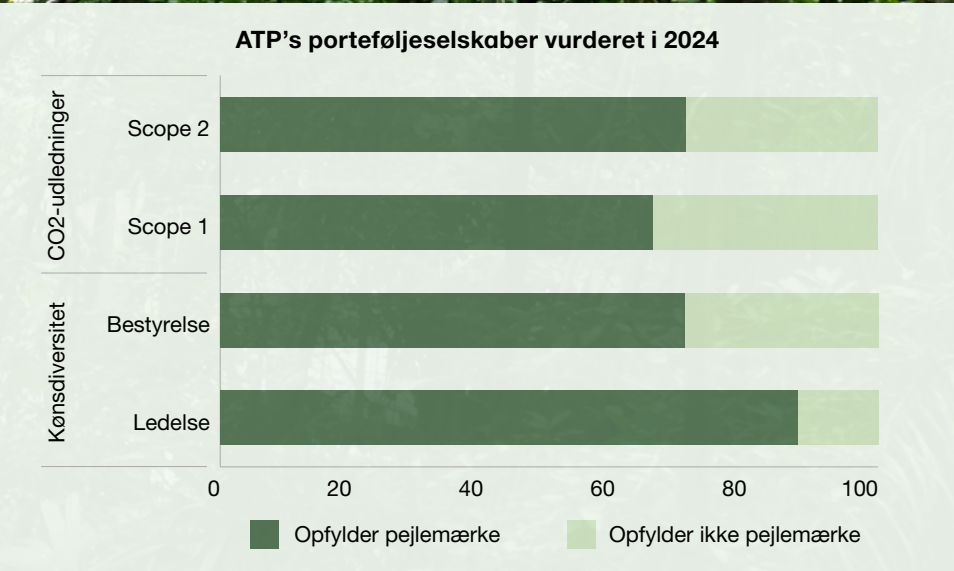
- Selskaber skal reducere deres absolutte CO₂-udledninger (scope 1 og 2)**

Pejlemærket tager afsæt i selskabers absolutte udledninger frem for relative mål såsom CO₂-aftryk, der er normaliseret efter fx omsætning. Det har vi valgt, fordi de relative mål kan være uigennemskuelige. Et selskab kan fx have stigende udledninger, men faldende CO₂-aftryk, hvis bare omsætningen stiger tilsvarende. Og selvom det typisk er positivt, hvis et selskab nedbringer sit CO₂-aftryk, kan klimaproblematikken kun løses gennem et globalt fald i de absolutte CO₂-udledninger.

- Selskaber skal stile efter ligelig kønsfordeling i bestyrelse og samlet ledelse**

Pejlemærket ser ligesom den tilsvarende PAI-indikator på andelen af kvinder i et selskabs bestyrelse, men dækker bredere ved også at se på tværs af alle selskabets ledelsesposter¹. Vi har lagt os op ad nyere dansk og europæisk regulering og forventer således, at selskaber gradvis nærmer sig ligelig kønsfordeling på hvert niveau – hvis det ikke allerede er opnået. Af datamæssige grunde opererer pejlemærket kun med to køn.

¹ De europæiske tilsynsmyndigheder har dog foreslået, at EU ligeledes udvider PAI-indikatoren til foruden bestyrelsesniveau også at inkludere selskabers ledelse. Om dette vedtages er fortsat uvist.



ATP’s perspektiv på nye og foreslåede PAI-ændringer

Gråzoner i CSRD-overlap udfordrer sammenlignelighed

Implementeringen af EU’s nye bæredygtighedsdirektiv CSRD er i øjeblikket præget af stor usikkerhed, da dele af direktivet for nylig er blevet udskudt, mens andre dele står til måske at falde helt ud. Den første bølge af selskaber er dog begyndt at rapportere her i 2025.

I 2024 blev det fra EU’s side præciseret, at investorer må undlade at medregne et selskabs tal i opgørelsen af en PAI-indikator, hvis selskabet har vurderet metrikken som ikke-væsentlig i sin CSRD-rapportering. I ATP bakker vi op om EU’s forsøg på at skabe sammenhæng mellem selskabers CSRD-rapportering og investorers PAI-rapportering. Præciseringen fra EU er dog ikke særlig klar, og det risikerer at medføre forskellig adfærd fra investorerne. EU’s formulering er nemlig kun, at investorer *må* undlade at medregne sådanne selskaber, eller med andre ord at disse investeringers værdier *ikke behøver at blive inkluderet*.

Et eksempel er den danske kabelproducent NKT, som i deres årsrapport for 2024 har vurderet metrikken om produktion af farligt/radioaktivt affald som ikke-væsentlig, men dog har angivet en årlig generering af farligt affald på ca. 1.500 tons de seneste mange år. Det er ikke et meget højt tal, og NKT har formentlig ret i, at det for dem som selskab ikke er en materiel indikator. I ATP mener vi dog, at det mest retvisende for os som investor altid er at medregne et selskabs tal, hvis de rapporterer på en given PAI-metrik – uanset om selskabet selv har vurderet metrikken væsentlig eller ej. Men andre investorer vil måske ændre deres praksis nu, og sammenligneligheden mellem investorers tal vil derfor blive svækket.

Hertil kommer, at ikke-europæiske selskaber, som ikke kommer til at rapportere efter CSRD, fortsat vil skulle medregnes i investorers PAI-opgørelser – også selskaber som baseret på sammenlignelige europæiske peers ville formodes at vurdere nogle af metrikkerne som ikke-væsentlige, hvis de skulle rapportere efter CSRD. Diversificerede investorer såsom pensionskasser og banker har internationale porteføljer, og europæisk regulering uden global rækkevidde kan derfor skævvride data.

Nye PAI-indikatorer i spil – risiko for fragmentering

De europæiske finansielle tilsynsmyndigheder har på opdrag fra EU-Kommissionen foreslået en række ændringer til PAI-indikatorerne, og der er herefter lagt op til en proces, hvor man i EU skal beslutte, hvilke af disse ændringer, man eventuelt vil arbejde videre med.¹ Blandt de foreslåede ændringer er tilføjjelsen af nye indikatorer – tre obligatoriske og syv valgfrie.

De foreslåede obligatoriske indikatorer tæller bl.a. én om porteføljeselskabers indtægter fra EU’s liste over ikke-samarbejdsvillige skattejurisdiktioner og én om andelen af ansatte med en løn under den med EU’s begreb *passende mindsteløn*. Begge disse indikatorer er dog ret komplekse og vil være udfordrende for investorer at indhente data på, da der er tale om ikke-traditionelle ESG-målepunkter, som der i dag ikke ligger meget data tilgængelig på. Begge er endvidere bygget op om EU-centrerede begreber og definitioner og kan blive svære at overbevise ikke-europæiske selskaber om at rapportere på. Hvis vedtaget vil begge indikatorer derfor efter ATP’s vurdering med stor sandsynlighed være plaget af lav datadækning i hvert fald i de første mange år.

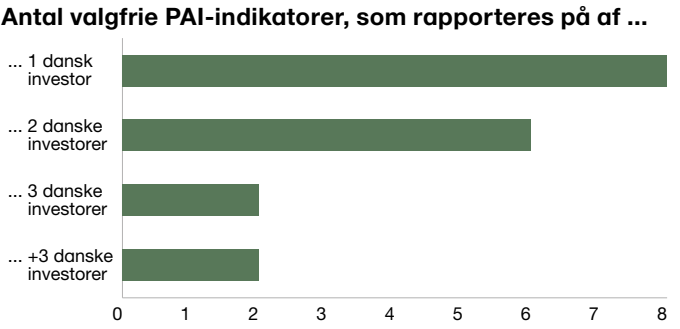
Rækken af nye valgfrie indikatorer omhandler bl.a. selskabers brug af ansatte på midlertidig kontrakt og andel medarbejdere med handicap samt nogle indikatorer vedrørende selskabers processer for håndtering af medarbejderklager.

ATP har forståelse for EU’s ambition om at holde listen af valgfrie PAI-indikatorer tidssvarende og om nødvendigt tilpasse den. Men tilføjelse af flere nye indikatorer medfører også en risiko for fragmentering og et dårligere grundlag for faktisk at forstå investorers tal.

Kigger man fx på de danske pensionsselskaber, har langt de fleste valgt at rapportere på to valgfrie indikatorer, mens nogle få rapporterer på flere. Samtidig er der stor spredning i de valgte indikatorer – blandt de indikatorer, som danske pensionsselskaber har valgt at rapportere på, bliver 75% kun rapporteret på af 1-2 selskaber. Hvis EU tilføjer flere og flere

valgfrie indikatorer, vil spredningen formentlig stige endnu mere – og hvis kun få investorer rapporterer på samme indikator, vil det være svært fx at gennemskue, om den enkelte investors tal er højt eller lavt.

Figuren herunder er baseret på 12 danske pensionsselskabers PAI-rapportering for 2023 (inkl. ATP).



Derivater i investorers PAI-tal – svært at mitigere indvirkninger

De europæiske tilsynsmyndigheder har ligeledes foreslået, at investorer fremadrettet skal medregne derivateksponeringer i deres PAI-opgørelser. Et derivat er en finansiell kontrakt mellem en køber og sælger, hvis værdi er afledt af fx en aktie, aktieindeks, råvare eller valuta. Derivatkontrakter har været brugt i århundreder, og i dag bruger investorer typisk derivater til risikoafdækning eller for at opnå et afkast grundet prisudviklingen i det underliggende aktiv. Man opnår dog som udgangspunkt aldrig ejerskab over aktivet.

Fra EU’s side er argumentet for at inkludere derivater i PAI-opgørelserne, at man vil undgå, at investorer omgår reglerne ved fx at købe en aktiefuture frem for at investere direkte i den underliggende aktie, som ville nødvendiggøre PAI-rapportering.²

Udfordringen i dette er for det første, at der er forskel på at eje aktier og aktiefutures. Ejer man aktier i et selskab, kan man bruge sin indflydelse til at udøve aktivt ejerskab og

søge medbestemmelse over strategiske emner, bestyrelsens sammensætning osv. Ejer man derimod aktiefutures, har man intet medejerskab over selskabet – og derfor stærkt begrænset mulighed for fx at mitigere de negative bæredygtighedsvirkninger, som selskabet måtte have, sådan som EU ellers ønsker. Meningsfuldheden i at medregne en sådan derivateksponering i ens PAI-opgørelse er derfor diskutabel.

For det andet kan medregning af derivater risikere at undergrave den nuværende kobling mellem investorernes rapportering af negative bæredygtighedsvirkninger og de underliggende porteføljeselskabers faktiske forhold: Når en investor som ATP eksempelvis skal opgøre sin andel af et porteføljeselskabs rapporterede CO₂-emissioner, tages der udgangspunkt i selskabets kapitalstruktur (summen af aktiekapital og selskabets gæld), hvor investoren så tilskrives en andel af porteføljeselskabets emissioner svarende til investorens ejerskabsandel af selskabets kapitalstruktur. Med andre ord er summen af alle selskabets investorers negative bæredygtighedsvirkninger fra det konkrete selskab lig med selskabets faktiske indvirkninger. Men medregnes investorers derivat-eksponeringer, bryder denne logik og sammenhængen med selskabernes faktiske indvirkninger sammen.

¹ https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-12/JC_2023_55_-_Final_Report_SFDR_Delegated_Regulation_amending_RTS.pdf

² Ibid. s. 22.