

Udstederes brug af Green Bond Frameworks

Finanstilsynet har gennemført en undersøgelse af anvendelsen af Green Bond Frameworks (GBF) til brug for udstedelse af obligationer. Et GBF udarbejdes af obligationsudstederen og beskriver udstederens egne fastsatte rammer for udstederens ”grønne obligationer”. Nærværende notat gennemgår danske obligationsudsteders praksis for anvendelsen af GBF’er. I den forbindelse fremhæver notatet nogle af de elementer, som en virksomhed bør være opmærksom på ved udarbejdelsen af et GBF, der skal anvendes til udstedelse af obligationer.

I løbet af de seneste år er der sket en stigning i udstedelsen af grønne obligationer til finansiering af f.eks. udgifter til udbygning af vedvarende energi eller til energieffektivisering af eksisterende ejendomme. Det danske marked for grønne obligationer har en samlet værdi på 40,8 mia. euro, hvilket svarer til 5,8 pct. af det danske obligationsmarked målt på værdien af udstedelserne¹. Grønne obligationsudstedelser fra danske virksomheder omfatter 73 obligationsserier og består af 57 pct. virksomhedsobligationer og 43 pct. real-kreditobligationer.

Obligationer med bæredygtighedsegenskaber kan overordnet opdeles i to kategorier. Den ene kategori er grønne obligationer (også kaldet Use Of Proceeds bonds, UOP), hvor proventet bliver brugt til at finansiere grønne projekter. Det kan enten være i overensstemmelse med EU-taksonomiens kriterier herfor eller baseret på udstederens egen metode, som beskrevet i deres GBF. Den anden kategori er bæredygtighedsrelaterede obligationer (også kaldet Sustainability-Linked bonds, SLB), der indeholder et specifikt ESG-mål eller ESG-komponent, som udsteder forpligter sig til at opfylde. Hvis udsteder ikke når det angivne ESG-mål eller -komponent, skal udsteder typisk betale en højere rente til investorerne i obligationsserien.

Fælles for begge typer af obligationer er, at udstedere normalt udarbejder og offentliggør et GBF.

¹ Bloomberg (2023)

Hvad er et GBF?

Et GBF beskriver udstederens egne fastsatte rammer og definitioner for udstederens grønne obligationer. Det inkluderer bl.a. information om, hvilke typer af projekter der kan finansieres af obligationsprovenuet, hvordan projekter evalueres, og hvordan udsteder afrapporterer på anvendelsen af provenuet.

En udsteders GBF er ikke en del af prospektet for obligationsudstedelsen, men vil indgå i prospektet med en henvisning til udstederens hjemmeside, hvor GBF'et er tilgængeligt. De væsentligste elementer fra GBF'et skal indarbejdes i selve prospektet, og omfattes derved af kravene i prospektforordningen.

Lovgivningen indeholder ikke indholdsmæssige krav til et GBF. Der findes dog nogle internationale sektorstandarder, der indeholder anbefalinger til indholdet af GBF. Den mest anvendte internationale sektorstandard hos danske udstedere er International Capital Market Associations (ICMA's) Green Bond Principles (GBP).

Om undersøgelsen

Finanstilsynet gennemgik i undersøgelsen GBF'er fra de 12 største danske udstedere målt på udstedelsesværdi og antal af udstedelser. De udvalgte udstedere omfatter banker, realkreditinstitutter og ikke-finansielle virksomheder. Samtlige udstedere i undersøgelsen henholder sig til ICMA GBP.

Alle oplyser, hvad de karakteriserer som et "grønt projekt". De oplyser også, at de har interne forretningsgange, der sikrer, at brugen af obligationsprovenuet overholder betingelserne i deres GBF. Samtlige udstedere har fået vurderet deres GBF af en tredjepart med det formål at verificere indholdet. Endelig har alle undersøgte udstedere rapporteret deres foreløbige provenuallokering til investorerne gennem årlige allokeringsrapporter. Disse rapporter er dog typisk ikke blevet vurderet af en tredjepart.

I det videre arbejde med GBF bør udstedere have fokus på at øge klarheden og forståeligheden for almindelige investorer af oplysningerne i deres GBF og i deres afrapportering på provenuallokeringen. Udstederne skal desuden oplyse tydeligt, hvorvidt deres grønne projekter er i overensstemmelse med taksonomiforordningen. Væsentlige elementer fra den eksterne kontrollants gennemgang af et GBF bør indgå i selve beskrivelsen af tredjepartsvurderingen for at sikre et retvisende billede. Endeligt skal udstedere være opmærksomme på at udelade ansvarsfraskrivelser i GBF, der vedrører faktorer, som er indenfor udsteders kontrol.

1. Prospektforordningen

Prospektforordningen² og de tilhørende delegerede forordninger indeholder bestemmelserne omkring de oplysninger, der skal indgå i et prospekt, når værdipapirer udbydes til offentligheden. Bestemmelserne gælder også for udbud af grønne obligationer, men indeholder ikke specifikke krav til bæredygtighedsrelaterede oplysninger.

En udsteder af grønne obligationer skal derfor overveje, om GBF'et indeholder oplysninger, som er væsentlige i henhold til artikel 6, stk. 1, i prospektforordningen, og som bør fremgå af prospektet³. En oplysning er væsentlig, hvis den er nødvendig for, at en investor kan foretage en velbegrundet vurdering af udstederen eller værdipapirerne og dermed træffe en investeringsbeslutning på et oplyst grundlag.

En udsteder af grønne obligationer skal altid i prospektets provenuafsnit oplyse, på hvilke hovedposter det forventede provenu fra udbuddet skal fordeles. Prospektet kan også indeholde et resumé af de væsentligste oplysninger om udsteders GBF eller henvise til den relevante lovgivning, som udsteder bruger til at kategorisere obligationernes bæredygtighedsprofil. Udsteder skal være opmærksom på at undgå ansvarsfraskrivende formuleringer om forhold, som udsteder har kontrol over, som f.eks. at provenuet kan blive brugt i strid med det, der er angivet i prospektet eller GBF. Hvis udsteder ikke kan garantere, hvordan provenuet vil blive brugt, skal udsteder redegøre nærmere for dette, så investor kan træffe en velbegrundet investeringsbeslutning. Endelig skal en investor oplyse i prospektet, hvad der er konsekvensen ved, at udsteder ikke opfylder sit GBF.

2. Finanstilsynets observationer og anbefalinger til udstedere

Det følgende beskriver Finanstilsynets observationer fra undersøgelsen og de elementer, som Finanstilsynet på den baggrund vurderer, at udstederne skal være opmærksomme på.

2.1. Beskrivelse af provenuanvendelse ved grønne obligationer

Alle udstederne i undersøgelsen oplyser i deres GBF, hvordan de definerer et grønt projekt. Definitionerne tager typisk udgangspunkt i projekternes bidrag til FN's Verdensmål. Flere udstedere giver dog sparsomme eller

² Europa-Parlamentets og Rådets forordning af 14. juni 2017 om det prospekt, der skal offentliggøres, når værdipapirer udbydes til offentligheden eller optages til handel på et reguleret marked.

³Der henvises i øvrigt til Finanstilsynet notat om oplysningskrav til prospekter for grønne obligationer af 21. september 2021 og den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed (ESMA) udtalelse af 11. juli 2023 om, hvordan udstedere bør opfylde de specifikke oplysningskrav, der følger af prospektforordningen, i relation til bæredygtighedsoplysninger.

ukonkrete oplysninger om de grønne projekter, som de har defineret i deres GBF. Det gør det uklart for investorerne, hvordan provenuet fra obligationerne vil blive brugt.

For at en investor kan træffe en investeringsbeslutning på et oplyst grundlag, skal udsteder oplyse fyldestgørende, hvordan udsteder planlægger at bruge provenuet fra sin obligationsudstedelse. Det kan bl.a. ske ved at inkludere detaljerede beskrivelser af hvilke kriterier udstederen anvender til at sikre, at et projekt eller en projektype er bæredygtig. Hvis relevant kan de konkrete projekter eller projektyper også fremgå.

På samme måde er det vigtigt, at en udsteder, som bruger et GBF, der gælder for hele koncernen, gør det klart for investorerne, hvilke grønne typer af projekter udstedelser fra de konkrete dele af koncernen kan blive brugt til at finansiere. I modsat fald kan det fremstå uklart for en investor, om provenuet fra en obligation, der f.eks. er udstedt af et pengeinstitut, vil kunne gå til finansiering af de samme grønne projekter som provenuet fra realkreditobligationer.

Udstederne i undersøgelsen angiver generelt ikke tidsrammen for provenuallokering i deres GBF'er. Formålet med grønne obligationer er at understøtte den grønne omstilling. Derfor er det vigtigt for en investor at vide, hvornår investeringen kommer til at bidrage til denne omstilling. Finanstilsynet opfordrer udstederne til så præcist som muligt at angive den forventede tidsramme for provenuallokeringen, evt. med konkrete delmål for allokeringperioden.

Nogle af de undersøgte GBF'er beskriver detaljeret udstederens miljømæssige målsætninger, ESG-strategi og prioriterede projekter. På den måde sættes de grønne obligationer i relation til udstederens generelle strategi på bæredygtighedsområdet.

2.2. Overensstemmelse med taksonomiforordningen

Taksonomiforordningen fastsætter, hvornår økonomiske aktiviteter kan siges at være miljømæssigt bæredygtige. Investorer i grønne obligationer vil typisk skulle rapportere, i hvor høj grad deres investeringer er i overensstemmelse med forordningen. Udstederne skal derfor beskrive, om de grønne projekter, som kan finansieres under det konkrete GBF, vil være i overensstemmelse med taksonomiforordningen. Enkelte af de undersøgte GBF'er angiver, at de grønne projekter er i overensstemmelse med taksonomiforordningen. Tredjepartsvurderingen af flere af disse GBF'er indeholder dog ikke en evaluering af, om GBF'en lever op til forordningens krav om, at de finansierede aktiviteter ikke må gøre væsentlig skade (Do No Significant Harm, DNSH), og om, at de skal leve op til minimumsgarantier (Minimum Safeguards). Årsagen til den manglende evaluering er, at de pågældende udstedere kun har begrænset dokumentation for sikring af DNSH og minimumsgarantier.

For at leve op til taksonomiforordningens krav er det ikke nok, at et grønt projekt alene er i overensstemmelse med kravet om væsentligt at bidrage til et miljømål, hvis det f.eks. ikke overholder DNSH-kravet. Derfor må det kun fremgå af GBF, at de grønne projekter er i overensstemmelse med taksonomiforordningen, hvis projekterne overholder kravene hertil. Hverken prospektet eller GBF må give et indtryk af at være i overensstemmelse med taksonomiforordningen, hvis det reelt ikke er tilfældet, eller hvis det kun er delelementer fra taksonomiforordningen, som følges.

2.3. Afrapportering på allokering af provenu

Udover et GBF offentliggør udstedere af grønne obligationer også årlige allokeringsrapporter, som dokumenterer den foreløbige brug af obligationsprovenuet. En række udstedere har opdelt deres årlige rapportering om allokering af provenu efter forretningsområder, f.eks. bank- og realkredit. Denne tilgang er med til at skabe gennemsigtighed i provenuanvendelsen i udlånene og finansieringen af grønne projekter. Andre udstedere rapporterer derimod alene overordnet og aggregeret om allokering af provenu, hvilket mindsker gennemsigtigheden.

Det er vigtigt, at udstederne har en høj standard for rapportering af provenuanvendelse og miljøpåvirkning. Det omfatter præcise og detaljerede beskrivelser af, hvordan de grønne midler bruges. Effektiv rapportering bør opdeles på forretningsområder og inkludere detaljerede oplysninger om en udsteders grønne projekter, for at skabe bedre forståelse og højere grad af gennemsigtighed i finansieringen af grønne projekter. På den måde får investorerne bedre mulighed for at forstå miljøpåvirkningen af den konkrete udstedelse og de konkrete projekter.

2.4. Tredjepartsvurderinger

Alle GBF'erne indeholder et afsnit om tredjepartsvurderinger. Formålet med dette afsnit er primært at informere investorer om, at en sådan vurdering har fundet sted. Enkelte udstedere har også fået en tredjepartsvurdering af deres rapportering om allokering af provenuet.

Det er vigtigt, at GBF kan læses alene. Hvis der er væsentlige oplysninger i rapporten fra den eksterne kontrollant, bør disse oplysninger fremgå af GBF. Finanstilsynet bemærker, at væsentlige oplysninger altid skal fremgå af et prospekt.

En vurdering fra en tredjepart af et GBF og af løbende rapportering om allokering af provenuet betrykker investorerne i rigtigheden af oplysningerne i GBF'et. Tredjepartsvurderinger af den løbende rapportering om allokering af provenuet bør derfor indgå i højere grad end det aktuelt er tilfældet.

2.5. Ansvarsfraskrivelser

En række udstedere medtager ansvarsfraskrivelser i deres GBF. Det fremgår f.eks. af flere, at udsteder ikke kan indestå for nøjagtigheden af oplysningerne i GBF'et, eller at udsteder ikke forpligter sig til at opdatere GBF i det tilfælde, at der skulle ske væsentlige ændringer i udstedelsens vilkår. Derudover fremgår det af flere ansvarsfraskrivelser, at udsteder ikke kan garantere for aktualiteten, komplementheden eller korrektheden af oplysningerne i GBF'et.

Ansvarsfraskrivelser som disse underminerer rammeværkets brugbarhed og troværdighed. Dertil kommer, at ansvarsfraskrivelser typisk vedrører faktorer indenfor udsteders kontrol. Udsteder bør derfor afholde sig fra denne type ansvarsfraskrivelser.

3. Kommende regulering af markedet for grønne obligationer

Forordningen om Europæiske Grønne Obligationer (EuGBS) finder anvendelse fra december 2024. Forordningen er frivillig at anvende for obligationsudstedere. Den fastsætter en række form- og indholds krav til de oplysninger, som udstedere skal offentliggøre i forbindelse med udstedelse af en grøn obligation, hvis udsteder ønsker at betegne obligationen "europæisk grøn obligation" eller "EuGB". Vælger en udsteder at følge forordningen, skal virksomhederne øremærke provenuet fra obligationsudstedelsen til finansiering af projekter, som overholder taksonomiforordningens definition af miljømæssigt bæredygtige aktiviteter.

Kommissionen fremsatte i december 2022 et lovforslag til revidering af prospektforordningen, som vil skærpe kravene til oplysninger om grønne obligationer i prospektet. Kommissionen foreslog bl.a., at de får bemyndigelse til at fastsætte oplysningskrav for obligationer, der markedsføres som havende en ESG-komponent, inklusive obligationer udstedt i henhold til EuGBS. Ændringerne til prospektforordningen forventes at finde anvendelse i løbet af 2026.