

MAJ INVEST GRØNNE OBLIGATIONER

AFTRYK 31.12 2024



VELKOMMEN



Gustav Bundgaard Smidth
Obligationeschef



Sine Skov Jonassen
Senior sustainability manager

Grønne obligationer udstedes af både lande og virksomheder for at finansiere miljøvenlige projekter. De minder om traditionelle obligationer i struktur og risici, men har attraktive karakteristika for både virksomheder, investorer og samfundet som helhed, da de er finansieringskilde til grønne udviklingsprojekter.

På stats- og virksomhedsobligationsmarkedet er interessen for at udstede grønne obligationer fortsat stigende. Udstedelsen af grønne obligationer var i 2024 højere end i 2023, og flere nye udstedere kom til. I 2024 så vi eksempelvis de første grønne statsobligationer udstedt af Japan, Australien og Island, men også af udviklingslande som Rumænien og Den Dominikanske Republik. De to sidstnævnte obligationer har vi købt til porteføljen.

Især i Europa og i udviklingslandene er der fortsat stor fokus på grønne projekter inden for en lang række områder. EU har over de seneste år lanceret flere nye finanspolitiske tiltag med klimarelateret fokus, og i 2025 har EU's største økonomi, Tyskland, brudt med flere årtiers finanspolitisk budgetdisciplin og lanceret

en rekordstor finanspolitisk pakke med fokus på forsvar og infrastruktur/klima – læs mere om dette på side 20. Markedsudviklingen på obligationsmarkederne i 2024 betød, at porteføljeteamet allokerede en større andel af porteføljen til europæiske statsobligationer med høj kreditværdighed i løbet af året.

Det stigende fokus på grønne investeringer de seneste år har også øget opmærksomheden på greenwashing – hvor produkter markedsføres som grønne uden reelt at være det. For at imødegå dette har EU's finansielle tilsynsmyndighed indført nye retningslinjer for fonde, der bruger ESG-relaterede betegnelser i navnet.

Fonde med "grønne" navne skal fremover leve op til en række kriterier – herunder at porteføljen skal være fri for virksomheder med aktiviteter inden for fossile brændsler. Det skaber særlige udfordringer for grønne obligationer, som ofte udstedes af selskaber, der stadig har fossilbaseret aktivitet, men hvor midlerne anvendes til grønne formål som vindmøller eller energirenovering – læs mere om dette senere i rapporten.

God læselyst.
27. maj 2025

ANSVARLIG INVESTERING I MAJ INVEST

Bæredygtighed er en integreret del af investeringsforeningens investeringstilgang. Investeringsforeningen Maj Invest betragter ansvarlige investeringer som en forudsætning for at skabe langsigtet værdi for medlemmerne. Faktorer som klimaændringer, ressourceknaphed, reguleringer og sociale forhold har en direkte indflydelse på selskabers finansielle resultater og er derfor en del af investeringsprocessen.

Maj Invest har udviklet en overordnet strategi, ESG Investment Framework, der sætter rammerne for vores tilgang til at integrere ESG-hensyn i investeringsprocessen. ESG Investment Frameworket indeholder tre niveauer: ESG-eksklusion, ESG-integration og ESG-fokus. Betydningen af ESG i investeringsanalysen øges trinvis fra eksklusion til fokus, jf. figuren nedenfor.

ESG-eksklusion

Alle Maj Invests investeringsstrategier integrerer ESG ved at ekskludere virksomheder eller udstedere, der ikke opfylder fastsatte miljømæssige eller sociale kriterier. Maj Invest foretager også en normbaseret screening i forhold til internationale standarder som FN's Global Compact og OECD's retningslinjer for multinationale virksomheder. Selskaber og virksomhedsobligationer udstedt af selskaber, der har overtrådt disse standarder og ikke udviser vilje til at forbedre sig, ekskluderes.

For statsobligationer anvendes landescreening baseret på tredjepartsdata, der kombinerer data om økonomisk robusthed med ESG-indikatorer. Lande med strukturelle udfordringer og en klassificering som "alvorlig risiko" i Sustainalytics Country Risk Rating ekskluderes også.

Investeringerne i foreningens afdelinger overholder de sanktioner, som Danmark er forpligtet til at efterleve. Det sker via landescreeningen fra Sustainalytics og andre eksterne screeningssystemer.

ESG-integration

Det næste niveau er ESG-integration, der ud over at anvende eksklusionskriterier også aktivt vurderer ESG-risici og -muligheder som en del af investeringsbeslutningen. ESG-forhold vurderes for både selskaber og udstedere på baggrund af data fra eksterne leverandører, kombineret med traditionelle finansielle analyser. Målet er en helhedsorienteret risikovurdering, hvor forhold som klimaaftryk, ressourceforbrug, arbejdsforhold og regulatoriske risici inddrages for at forstå deres betydning for den langsigtede værdiskabelse.

Integrationen af ESG i obligationsstrategier er ofte udfordret af begrænset datatilgængelighed. I Maj Invest arbejder vi kontinuerligt på at styrke ESG-integrationen ved at kombinere kvantitative analyser med kvalitative vurderinger.

For statsobligationer vurderes blandt andet sanktionsrisici og kontroversielle forhold som menneskerettigheder, retsprincipper, korruption og konflikter for at identificere lande med væsentlige ESG-relaterede kreditrisici. Inden for realkredit fokuseres der i stigende grad på ESG-indsatsen hos de udstedende institutter, f.eks. mål for klimavenlige lån og forbedret energieffektivitet. Begrænset data på udstedelsesniveau gør dog detaljerede ESG-vurderinger af enkelte obligationer vanskelige.

ESG-fokus

ESG-fokusstrategier investerer målrettet i løsninger på konkrete bæredygtighedsudfordringer, f.eks. inden for klima, miljø og sundhed. I modsætning til en ESG-integrationsstrategi, hvor ESG-faktorer indgår som en del af den samlede risikoanalyse, er ESG her en del af det overordnede investeringsfokus.

For aktier vurderes blandt andet, hvor stor en andel af selskabernes omsætning der bidrager til FN's verdensmål. For obligationer ser vi blandt andet på, hvordan provenuet fra udstedelsen anvendes, f.eks. til grønne eller sociale formål. Strategien kombinerer en vurdering af ESG-risici og -muligheder med en analyse af investeringernes bidrag til bæredygtige løsninger.

Dialog med selskaber

Maj Invest understøtter gerne dialog med selskaber for at påvirke dem i forhold til miljømæssige, sociale og ledelsesmæssige forhold. Dette sker gennem Sustainalytics, der på vegne af Maj Invest og en større gruppe internationale investorer kontakter selskaber for at forbedre kritisable ESG-forhold.

Sustainalytics indleder dialog med selskaber, der mistænkes for at have eller har overtrådt internationale ESG-normer. Formålet er både at afhjælpe konkrete problemer og styrke selskabets ESG-indsats og risikostyring. De fleste selskaber er lydhøre og viser vilje til forbedring. Hver sag har en klar målsætning, og dialogen følges løbende – ofte over måneder eller år – via skriftlig kommunikation, telefonmøder og møder med ledelse og bestyrelse. Vi vurderer, at denne tilgang giver bedre resultater, end hvis Maj Invest kontaktede selskaberne alene.

Maj Invest Grønne Obligationer

I Maj Invest Grønne Obligationer investerer vi i obligationer, der finansierer projekter med klare miljømæssige fordele, f.eks. inden for vedvarende energi, energieffektivitet, grøn transport, vandforvaltning og klimatilpasning. Vi vurderer, om obligationerne lever op til ICMA's Green Bond Principles (se side 8), og dermed følger internationale standarder for grønne investeringer. Derudover kræver vi en uafhængig tredjepartsvurdering, som bekræfter, at obligationen er i overensstemmelse med anerkendte retningslinjer.

INTERNATIONALE STANDARDER

De vigtigste og mest refererede internationale standarder:

- FN'S GLOBAL COMPACT - Ti principper om menneskerettigheder, miljø og antikorruption
- OECD's retningslinjer for multinationale selskaber
- ILO arbejdsmarkedskonventioner
- FN's Menneskerettighedserklæring
- PRI, Principles for Responsible Investment - seks principper, der skal sikre integrering af ESG-faktorer i investeringsprocessen



Maj Invest ESG Investment Framework		
ESG-eksklusion	ESG-integration	ESG-fokus
Konkurrencedygtigt afkast		
Fokus på ESG-risici gennem negativ screening af uholdbare aktiviteter		
Integration af ESG-risici og -muligheder		Adressering af bæredygtighedsudfordringer
Afdelinger • AI & Semiconductor • Defence & Cybersecurity • Big Picture	Afdelinger • Value Aktier • Vækstaktier • Emerging Markets Value • Non Fossil • Danske Aktier • Pension • Danske Obligationer • Globale Obligationer • High Income Obligationer	Afdelinger • Planet & People • Net Zero 2050 • Grønne Obligationer • Lifestyle & Obesity • Solar Wind Nuclear



GRØNNE OBLIGATIONER

- 8 HVAD ER GRØNNE OBLIGATIONER?
- 10 MAJ INVEST GRØNNE OBLIGATIONER
- 12 PORTEFØLJEOVERSIGT
- 14 SÅDAN BLEV PENGENE INVESTERET

HVAD ER GRØNNE OBLIGATIONER?

En grøn obligation er en obligation, der udstedes med det formål at finansiere grønne projekter. Provenuet fra grønne obligationer må udelukkende anvendes til at finansiere eller refinansiere grønne projekter, som har klare miljømæssige fordele.

De grønne projekter kan f.eks. være inden for vedvarende energi, grønne bygninger, bedre udnyttelse af ressourcer, bekæmpelse af forurening, bevaring af biodiversitet på land og i havet og mere miljøvenlig transport. Når f.eks. en virksomhed eller et land udsteder en grøn obligation (og sælger den til blandt andre Maj Invest Grønne Obligationer), bruger de provenuet til at investere i et miljømæssigt bæredygtigt projekt. Grønne obligationer er underlagt samme regulering som andre obligationer, og både stater og virksomheder kan udstede grønne obligationer.

Standarden inden for grønne obligationer kan være med til at gøre det lettere for virksomheder og investorer at identificere, hvornår en investering er bæredygtig, samtidig med at det øger troværdigheden.



Green Bond Principles

The International Capital Market Association (ICMA) står bag de såkaldte Green Bond Principles, der stiller følgende fire krav til obligationer, for at de kan klassificeres som grønne:

- Provenuet må udelukkende anvendes til finansiering af grønne projekter
- Udsteder skal beskrive, hvordan de enkelte projekter udvælges og vurderes
- Udsteder skal via en kontrolproces sikre, at provenuet anvendes til grønne projekter
- Udsteder skal rapportere på, hvordan provenuet er anvendt

Alle afdelingens investeringer i grønne obligationer har en uafhængig ekstern vurdering af, om de lever op til de fire krav i Green Bond Principles, kaldet en second party opinion (SPO).

ICMA's Green Bond Principles er markedsstandarden inden for grønne obligationer og er vejledende retningslinjer for processer for udstedelse, der fremmer gennemsigtighed og integritet ved at klarlægge processen for udstedelse af en grøn obligation. ICMA har desuden udviklet standarder for andre typer af bæredygtig gæld, herunder sociale og sustainability-linked obligationer.

De senere år er der kommet flere grønne obligationsudstedelser, hvor provenuet er øremærket mere snævre områder inden for de mulige projektyper. Det kunne f.eks. være Blue Bonds, hvor provenuet anvendes til miljøprojekter inden for hav/vand. Dette blev berørt i Aftryksrapporten for 2023. Vi forventer at se flere nye typer særlige grønne obligationer de kommende år.

Climate Bonds Standard

Grønne obligationer kan også blive tildelt et certifikat og blive kategoriseret som Certified Climate Bonds. Det indebærer, at tredjepart skal verificere, at obligationen efterlever Climate Bonds Standard. Standarden har til formål at sikre og bekræfte, at obligationen:

- Efterlever Green Bond Principles
- Anvender best practice til interne kontroller og processer
- Finansierer projekter, der bidrager til Parisaftalens mål

Certificeringen tildeles før udstedelse, og efter udstedelse skal udstederen sikre en re-verificering af obligationen.

Europæisk standard for grønne obligationer

I 2023 vedtog Det Europæiske Parlament og Rådet en forordning, der indfører en standard for europæiske grønne obligationer (European green bond standard, EuGBS). EuGBS stiller fire krav til obligationer, for at de kan klassificeres som grønne:

- Provenuet fra obligationsudstedelsen må udelukkende allokeres til projekter, der er i overensstemmelse med EU-taksonomien
- Detaljeret rapportering skal skabe gennemsigtighed og vise, hvordan provenuet bliver anvendt
- Obligationerne skal verificeres af en uafhængig tredjepart, der skal sikre, at de grønne projekter er i overensstemmelse med taksonomien

EuGBS er beregnet til at give forbrugere såvel som virksomheder og investorer et referencepunkt vedrørende grønne investeringsmuligheder.

EU-taksonomien

EU-taksonomien er et fælles europæisk klassificeringssystem, der skaber et fælles sprog og en klar definition af, hvornår en økonomisk aktivitet er grøn. Taksonomien indbefatter omfattende beskrivelser af, hvordan økonomiske aktiviteter skal leve op til specificerede kriterier, før de kan klassificeres som værende grønne. Taksonomi-forordningen definerer følgende seks klima- og miljømål:

- Modvirkning af klimaforandringer
- Tilpasning til klimaændringer
- Bæredygtig anvendelse og beskyttelse af vand- og havressourcer
- Omstilling til cirkulær økonomi
- Forebyggelse og bekæmpelse af forurening
- Beskyttelse og genopretning af biodiversitet og økosystemer

En økonomisk aktivitet skal opfylde tre kriterier for at blive klassificeret som bæredygtig og grøn:

- Den skal bidrage væsentligt til mindst et af de seks miljømål
- Den skal ikke gøre unødigt skade på de fem øvrige miljømål
- Aktiviteten skal ske i overensstemmelse med minimumsgarantierne, som omfatter internationale konventioner inden for menneskerettigheder og arbejdstagerrettigheder

EU-taksonomien skal gennem sit klassificeringssystem omstille det finansielle system, så det bliver lettere at skelne mellem bæredygtige og ikke-bæredygtige investeringer ved at definere, hvornår man må kalde økonomiske aktiviteter for bæredygtige. Ud over at bæredygtige økonomiske aktiviteter skal opfylde ovenstående kriterier, indbefatter EU-taksonomien også en række rapporteringskrav til store europæiske virksomheder og finansielle institutioner.

MAJ INVEST GRØNNE OBLIGATIONER

OM AFDELINGEN

Maj Invest Grønne Obligationer er et obligationsprodukt til investorer, der ønsker at investere grønt og muliggøre en miljømæssigt bæredygtig udvikling samt den grønne omstilling. Med en investering i grønne obligationer er investor med til at finansiere en lang række grønne projekter inden for blandt andet vedvarende energi, genanvendelse, ren transport, grønne bygninger eller tilpasning til klimaforandringer.

SÅDAN UDVÆLGES PORTEFØLJEN

Afdelingen kan investere i alle typer grønne obligationer, herunder globale statsobligationer, virksomhedsobligationer og realkreditobligationer. Porteføljen sammensættes af hhv. "sikre" og mere "risikable" obligationer.

Afdelingen investerer primært i grønne virksomhedsobligationer og statsobligationer eller statslignende obligationer. Statslignende obligationer kan for eksempel være udstedt af Den Europæiske Bank for Genopbygning og Udvikling (EBRD) eller International Finance Corporation (IFC), der er en del af Verdensbanken.

De grønne obligationer udvælges på samme måde som 'almindelige' obligationer, dog skal de leve op til de fire krav i Green Bond Principles og bør have en ekstern

vurdering heraf. Dernæst vurderes obligationerne på finansielle faktorer, som det også er tilfældet med obligationerne i Maj Invests andre obligationsafdelinger.

VIGTIGE UDSTEDELSER FOR PORTEFØLJEN

I 2024 var udstedelsen af grønne obligationer globalt set højere end de seneste to år. Den største del af udstedelsen i grønne obligationer er inden for virksomhedsobligationer og statsobligationer, og i lighed med de tidligere år er investeringsområdet blevet større både i antallet af obligationer og forskellige udstedere, hvilket gør det muligt for teamet at sprede investeringerne og skabe en god, bred og diversificeret obligationsportefølje.

Verdensbanken har været en af de førende aktører inden for udviklingen af grønne obligationer og har udstedt grønne obligationer siden 2008. Siden den første udstedelse har Verdensbanken udvidet sin tilgang til at inkludere bæredygtige udviklingsobligationer, der støtter finansieringen af en bred vifte af grønne og sociale projekter, programmer og aktiviteter i udviklingslande.

Den Internationale Bank for Genopbygning og Udvikling (IBRD, en del af Verdensbanken) har i flere år været den udsteder i Maj Invest Grønne Obligationer med den højeste samlede vægt på tværs af porteføljens udstedere.

Udviklingslande modtager mange midler til klimaindsatsen ved at få lån og udviklingsstøtte til grønne projekter og bæredygtighedsprojekter fra Verdensbanken, f.eks. via IBRD. Midlerne til disse projekter finansieres blandt andet via IBRD's salg af grønne obligationer.

I 2024 investerede Maj Invest Grønne Obligationer i to nye, frasolgte to og reducerede beholdningen i to grønne supranationale obligationer fra IBRD udstedt i lokale valutaer fra udviklingslande. Ved udgangen af 2024 var andelen af grønne IBRD-obligationer ca. 9 pct. af den samlede portefølje mod knap 10 pct. året før.

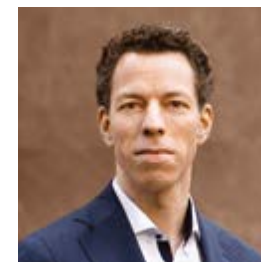
Grønne statsobligationer fra eurolande er en vigtig aktivklasse for Maj Invest Grønne Obligationer. I løbet af 2024 blev andelen øget fra 9,2 pct. til 21,7 pct. Det skete via afdelingens køb af grønne obligationer fra primært Belgien, Tyskland og Frankrig, mens porteføljen også indeholder en irsk statsobligation, der blev købt i 2023.

TEAM



Gustav Bundgaard Smidth,
obligationschef

Gustav har mere end 15 års erfaring med obligationsinvesteringer. Gustav kom til Maj Invest i 2011.



Tino Henriksen,
seniorporteføljemanager

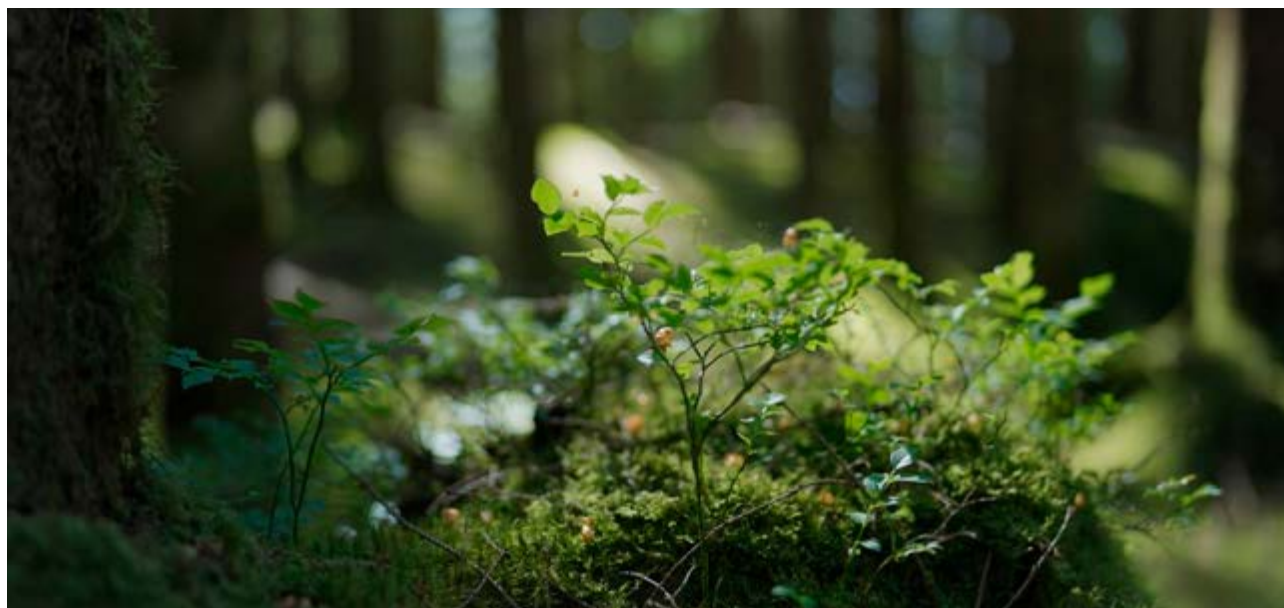
Tino kom til Maj Invest i 2016 og har over 10 års erfaring med finansmarkederne.

FN'S VERDENSMÅL

I 2015 lancerede FN 17 Verdensmål, der skal sikre en bæredygtig udvikling inden for især sociale og miljømæssige faktorer og blandt andet har til formål at dirigere private investeringer i en bæredygtig retning.

Maj Invest Grønne Obligationer har med sit særlige investeringsfokus mulighed for at bidrage til de Verdensmål, der har et miljømæssigt fokus.

Investeringsforeningen har som udbyder af investeringsforeningsafdelinger mulighed for at tilbyde produkter, der kan være med til at bidrage til målene, og medlemmerne kan understøtte Verdensmålene ved en investering i blandt andet afdeling Grønne Obligationer. Ved opgørelsen af investeringerne, der har været i porteføljen i løbet af 2024, bidrog investeringerne til Verdensmål inden for miljø og klima. Enkelte obligationer bidrog også til Verdensmål inden for sociale forhold.



PORTEFØLJEOVERSIGT

Pr. 31. december 2024 havde afdelingen en samlet formue på i alt 649 mio. kr., som var investeret i 62 grønne obligationer.

TOP-10-BEHOLDNING

Pr. 31.12.2024

	Valuta	Vægt i pct.
Bundesrepublik Deutschland - 2031	Euro	6,5
Ireland Government - 2043	Euro	4,1
European Investment Bank – 2033	Mexikanske pesos	3,2
France Government - 2044	Euro	3,0
France Government - 2038	Euro	2,9
Corporacion Andina de Fomento (CAF) COP - 2028	Colombianske pesos	2,8
Belgium Kingdom - 2033	Euro	2,7
State of Netherlands - 2040	Euro	2,5
World Bank (IBRD) (BRL) - 2029	Brasilianske reais	2,4
World Bank (IBRD) (ZAR) - 2029	Sydafrikanske rand	2,4

UDVIKLING I PORTEFØLJEN

Antallet af grønne obligationer i markedet er steget markant de seneste år, og denne tendens fortsatte i 2024. Den samlede udstedelse af grønne obligationer i 2024 var på globalt plan højere end udstedelsen de seneste to år, og med udsigten til store europæiske investeringer kan 2025 blive et nyt rekordår for udstedelser.

I 2024 har der været en stigning i antallet af nye udstedelser af grønne stats- og virksomhedsobligationer. Dette, kombineret med faldende risikopræmier i obligationsmarkedet, har påvirket fordelingen af obligationstyper i porteføljen. Vi har gennem 2024, og især mod slutningen af året, øget porteføljens allokering til højtratede europæiske statsobligationer, mens allokeringen til virksomhedsobligationer er mindsket fra 45 pct. til 52 pct.

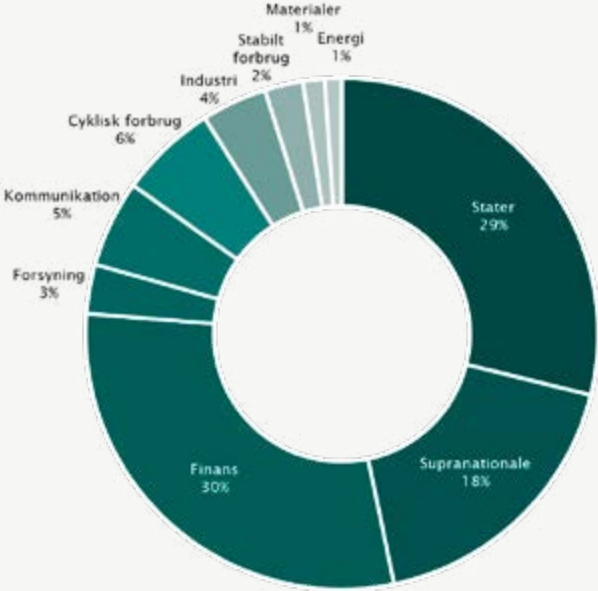
I 2024 har teamet suppleret porteføljen med flere nye grønne obligationer inden for både stats- og virksomhedsobligationer fra nye udstedere, der ikke tidligere har udstedt grønne obligationer. Det bety-

der, at teamet lettere kan sammensætte en portefølje med de ønskede egenskaber i form af løbetider, risikoprofil etc.

Den overordnede porteføljeallokering er, som nævnt, tilpasset en del, drevet af lavere risikopræmier i obligationsmarkedet, så statsobligationer nu vægter mere end på noget andet tidspunkt siden opstarten i 2020. Højtratede europæiske statsobligationer vægter ultimo 2024 22 pct. mod 12 pct. året før. Virksomhedsobligationer vægter 45 pct. mod 52 pct. året før.

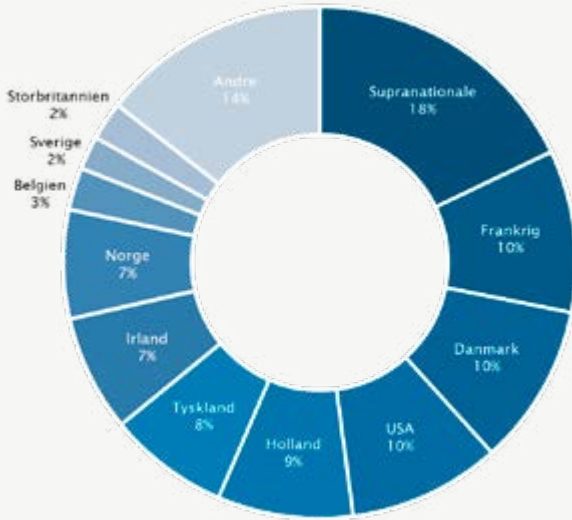


SEKTORFORDELING PÅ UDSTEDER

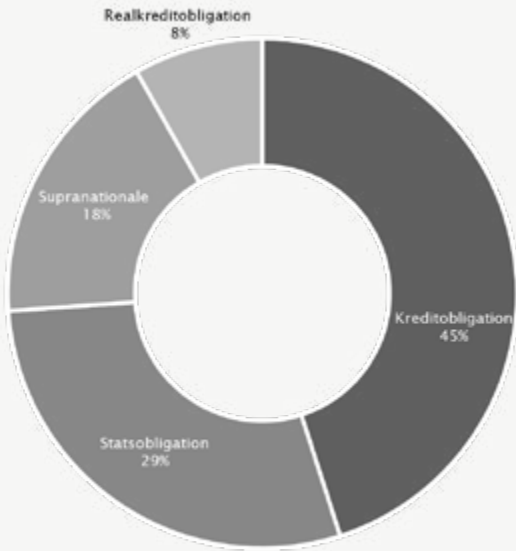


Kilde: Maj Invest. Note: Ekskl. kontanter.

LANDEFORDELING PÅ UDSTEDER

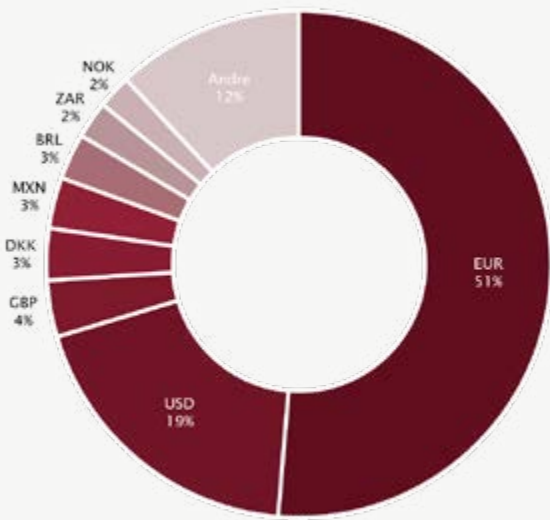


FORDELING PÅ OBLIGATIONSTYPE



Kilde: Maj Invest. Note: Fordelingen er opgjort på porteføljen ekskl. kontanter.

FORDELING PÅ UDSTEDELSESVALUTA*



Note*: Maj Invest Grønne Obligationer anvender valutaafdækning, hvorfor porteføljens valutaeksponering kan afvige fra tallene opgjort i denne figur.

SÅDAN BLEV PENGENE INVESTERET

Opgørelsen er baseret på de frameworks, som udstederen offentliggør i forbindelse med udstedelserne. Søjlegrafene viser den mulige allokering til forskellige projektkategorier, som provenuet fra afdelingens obligationer kan anvendes til. Antallet af projekter overstiger antallet af obligationer i porteføljen, da udstederen typisk anvender provenuet fra hver enkelt obligation til flere projekter.

ICMA, der også står bag Green Bond Principles (læs mere på side 8), opstiller en liste over projektkategorier, der rummer de hyppigst anvendte projekttyper inden for grønne obligationer. Opgørelsen over de mulige projekter, som midlerne fra de grønne obligationer kan bruges til, baserer sig på kategorierne defineret under Green Bond Principles.

PROJEKTKATEGORIER

Vedvarende energi:
Produktion, distribution, apparater, produkter.

Energieffektivitet:
Nye og renoverede bygninger, energilagring, fjernvarme, intelligente elnet, apparater og produkter.

Forebyggelse og bekæmpelse af forurening:
Reduktion af luftforurening, kontrol med drivhusgasser, jordrensning, affaldsforebyggelse og -reduktion, genanvendelse af affald, energi-/emissionseffektiv konvertering af affald til energi.

Miljømæssigt bæredygtig forvaltning af levende naturressourcer og arealanvendelse:
Miljømæssigt bæredygtigt landbrug, miljømæssigt bæredygtig kvægavl, klimabevidste landbrugstiltag som biologisk plantebeskyttelse eller drypkunstvanding, miljømæssigt bæredygtigt fiskeri og akvakultur, miljømæssigt bæredygtigt skovbrug, herunder skovrejsning eller genplantning, samt bevarelse eller genopretning af naturlige landskaber.

Bevarelse af biodiversitet i land- og marinemiljøer:
Beskyttelse af kystområder, marine- og afvandingsmiljøer.

Miljøvenlig transport:
Elektrisk, hybrid, offentlig, jernbane, ikke-motoriseret, multimodal transport, infrastruktur til miljøvenlige køretøjer og reduktion af skadelige emissioner.

Bæredygtig vand- og spildevandshåndtering:
Bæredygtig infrastruktur til rent vand og/eller drikkevand, spildevandsrensning, bæredygtige urbane afløbssystemer og vandløbsregulering samt andre værn mod oversvømmelse.

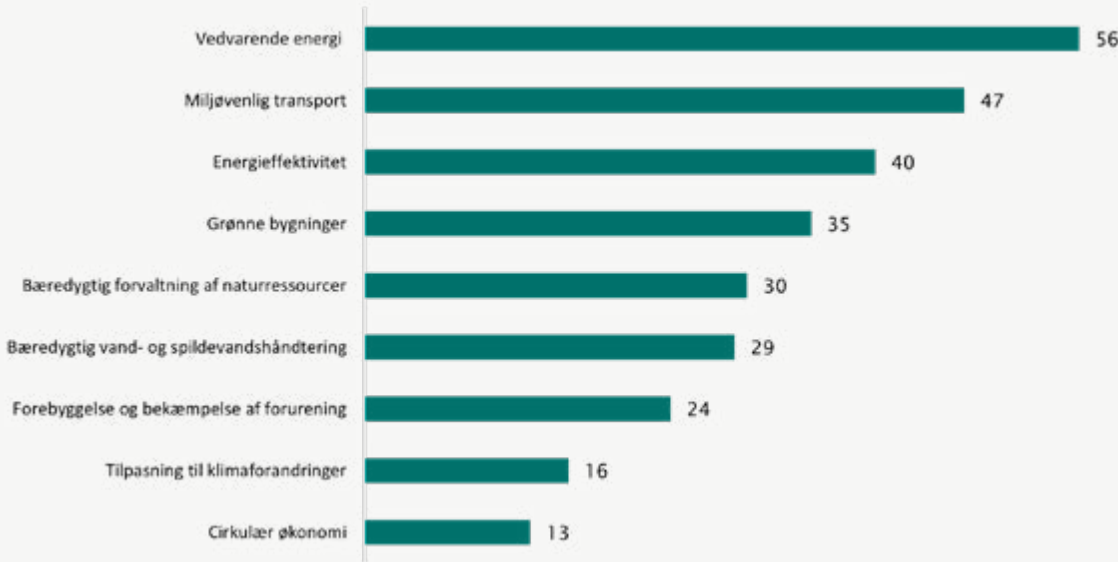
Tilpasning til klimaforandringer:
Informationssystemer, f.eks. klimaobservation og varslingsystemer.

Miljøeffektive og/eller cirkulær økonomi-tilpassede produkter, produktionsteknologier og -processer:
Udvikling og implementering af mere miljømæssigt bæredygtige produkter med miljømærke eller -certificering, ressourceeffektiv emballering og distribution. Grønne bygninger, der opfylder regionale, nationale eller internationalt anerkendte standarder eller certificeringer.

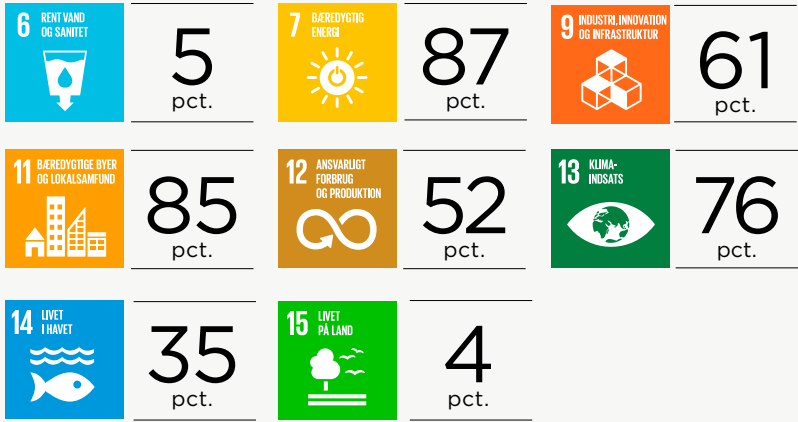
PROJEKTERNES BIDRAG TIL VERDENSMÅLENE

Procentdelen ved Verdensmålene viser, hvor stor en andel af obligationerne i porteføljen, der ud fra deres framework bidrager til hvert af Verdensmålene. Det betyder f.eks., at 87 pct. af obligationerne i porteføljen bidrager til Verdensmål 7, Vedvarende Energi, og 85 pct. af obligationerne i porteføljen bidrager til Verdensmål 11, Bæredygtige Byer og Lokalsamfund. Da obligationernes framework typisk bidrager til flere af Verdensmålene på samme tid, vil summen af procent-satserne overstige 100 pct.

MULIG PROJEKTALLOKERING



Kilde: Maj Invest. På baggrund af obligationsudstedernes Green Bond Frameworks. En grøn obligation kan støtte flere projekter.





TEMAER

- 18 FEM PORTEFØLJEEKSEMPLER
- 20 TEMA: GRØNNE OBLIGATIONER I TYSKLAND
- 22 TEMA: NYE EU-REGLER STILLER KRAV TIL ESG-FONDE

FEM PORTEFØLJEEKSEMPLER

Investeringerne i afdelingen bidrog i 2024 til en række forskellige grønne projekter, herunder vedvarende energi, miljøvenlig transport, grønne bygninger og energieffektivitet. Hele 87 pct. af de grønne obligationer har identificeret vedvarende energiprojekter som potentielle investeringsmuligheder. Derfor forbliver vedvarende energi den mest populære projektkategori.



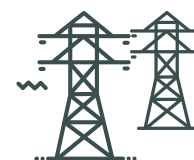
Tysk statsobligation

Tyskland har sat kurs mod en grønnere fremtid, og som led i indsatsen har landet udstedt grønne obligationer. Inden for energi og industri finansierer provenuet forskning i vedvarende energikilder som grøn brint, udbredelse af smarte elnet og udvikling af energieffektive løsninger til bygninger og industriproduktion. Provenuet finansierer også projekter inden for forbedring af landbrugsstrukturer og kystbeskyttelse med fokus på bæredygtigt landbrug og klimatilpasning – herunder økologiske dyrkningsmetoder, forbedring af jordens kulstoflagring og tilpasning af skov- og kystområder til klimaforandringer. Inden for biodiversitet finansierer provenuet initiativer, som støtter genopretning og beskyttelse af økosystemer og naturområder. Provenuet skal desuden finansiere forskning og innovation inden for klima og miljø samt oplysningskampagner, der fremmer offentlighedens bevidsthed om bæredygtighed. Læs mere om Tysklands ambitiøse kurs på side 20.



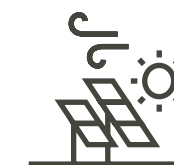
Belgisk statsobligation

Som led i den grønne omstilling har Belgien forpligtet sig til ambitiøse miljømål. Provenuet fra den grønne obligation skal bruges til at finansiere projekter inden for seks projektkategorier: vedvarende energi, energieffektivitet, miljøvenlig transport, cirkulær økonomi, biodiversitet samt bæredygtig forvaltning af naturressourcer og arealanvendelse. Særligt energieffektivisering af bygninger er en prioritet, da sektoren står for en stor del af Belgiens CO₂-udledninger. Det omfatter opførelse af nye bygninger, der bruger 10 pct. mindre energi end de nuværende krav for næsten nul-energibygninger (NZEB). Derudover renoveres eksisterende bygninger for at reducere deres energiforbrug med mindst 30 pct. Staten hjælper også med installation af bedre isolering, energieffektive vinduer og moderne varmesystemer. Endelig investerer Belgien i vedvarende energiteknologier som solceller og varmepumper, der kan bruges i bygninger for at mindske afhængigheden af fossile brændstoffer.



Topsoe

Topsoe er en dansk virksomhed specialiseret i kemi og miljøteknologi, som fokuserer på at udvikle innovative løsninger, der gør kemiske processer mere bæredygtige og effektive. Dette omfatter teknologier, der renser brændstoffer som benzin og diesel, så miljømæssig påvirkning reduceres. Provenuet fra virksomhedens grønne obligation skal finansiere projekter inden for vedvarende energi, herunder udvikling og produktion af avancerede fastoxid elektrolyseceller (SOEC), der muliggør effektiv produktion af grøn brint uden CO₂-udledning. Grøn brint kan erstatte fossile brændstoffer i sektorer, hvor elektrificering er vanskelig. Midlerne kan også anvendes til forskning og udvikling af ikke-fossile teknologier samt vedvarende energikilder som solenergi, genindvinding af spildvarme, varmepumper og energilagringssystemer.



Volvo

Volvo, grundlagt i Sverige i 1927, er i dag et af de mest anerkendte premium-bilmærker med 763.389 solgte biler globalt i 2024. Virksomheden har sat sig ambitiøse klimamål med fokus på at reducere CO₂-emissioner i hele værdikæden med ambitionen om at opnå CO₂-neutralitet inden 2040. Provenuet fra de grønne obligationer skal bruges til at finansiere eller refinansiere forskning og udvikling samt produktion af elektriske køretøjer, herunder investeringer i genfremstilling og/eller genanvendelse af elbilbatterier for at sikre bæredygtig produktion. På kort sigt forventer Volvo at anvende den største del af provenuet til forskning og udvikling dedikeret til emissionsfrie elbiler, herunder motorer, samt teknologi, der omfatter test, udvikling af faciliteter, værktøjsproduktion og fremstilling af elbiler uden emissioner.



Iberdrola

Iberdrola er en førende global energikoncern med fokus på vedvarende energi, særligt sol- og vindenergi. Ifølge Iberdrolas Green Financing Framework kan provenuet anvendes inden for vedvarende energi, intelligente elnet, elektrificering af transport, bæredygtige kundeløsninger og produktion af grøn hydrogen. Provenuet vil blandt andet blive anvendt til investeringer i netværksinfrastruktur, IT-systemer samt opførelse, installation og drift af udstyr. Derudover finansieres onshore- og offshore-vindmølleprojekter, solcelleanlæg, vandkraftværker samt etablering og drift af batterienergilagringssystemer, der er designet til at lagre elektricitet. Provenuet vil også blive anvendt til vedligeholdelse og reparation af ladestationer til elbiler samt udvikling af den nødvendige infrastruktur, der skal facilitere overgangen til elektrisk transport.

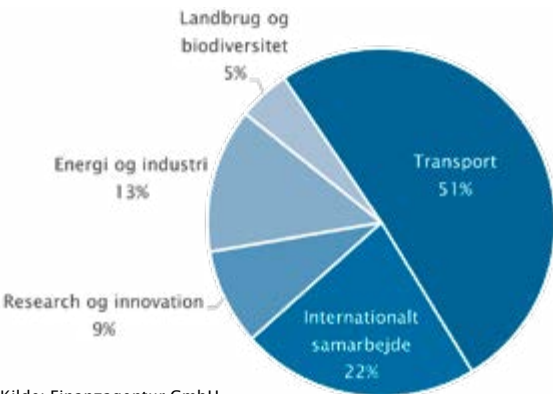
TEMA: GRØNNE OBLIGATIONER I TYSKLAND

Tyskland vedtog i marts 2025 en ny infrastrukturpakke på 500 mia. euro, hvoraf 100 mia. euro er øremærket klimarelaterede investeringer. De 100 mia. euro vil blive forvaltet af den eksisterende Klima- og Transformationsfonds (KTF), som blev oprettet i 2023, og forventes at blive finansieret gennem udstedelse af grønne statsobligationer.

Den tyske infrastrukturpakke indebærer en gennemsnitlig årlig investering på 40-42 mia. euro over en periode på 12 år. Det svarer til ca. 1 pct. af landets BNP i 2024. Tysklands budgetunderskud har de seneste 20 år i gennemsnit været ca. 1,1 pct. af BNP, så den nye infrastrukturpakke er en markant ændring af den tyske finanspolitik, siden euroen blev indført.

Infrastrukturpakken skal ikke blot fremme den grønne omstilling og modernisere infrastrukturen, men også give et tiltrængt økonomisk løft. Den tyske økonomi har i de seneste år været præget af lavvækst, hvilket har skabt behov for nye investeringer, der kan stimulere aktiviteten og fremtidssikre landet. Samtidig har Tyskland en lav gældsbyrde sammenlignet med mange andre europæiske lande. I forbindelse med vedtagelsen af pakken blev den tyske gældsbremse derfor lempet med dette formål for øje. Det giver regeringen et økonomisk råderum til at finansiere pakken, bl.a. gennem udstedelse af grønne statsobligationer. Den første tyske grønne statsobligation blev udstedt i oktober 2020 og har udløb i oktober 2025. I 2024 udgjorde de samlede udstedelser af grønne obligationer i Tyskland 17,5 mia. euro, mens de i 2023 og 2022 lå på hhv. 17,25 og 14,5 mia. euro.

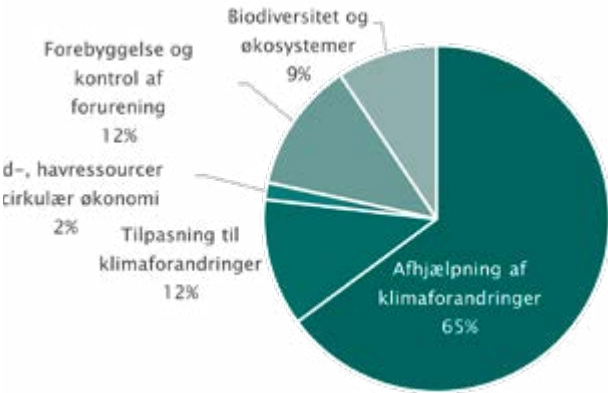
Sektorfordeling af midler fra 2024-udstedelserne af grønne obligationer på samlet 17,5 mia. euro



Kilde: Finanzagentur GmbH.

Nedenstående figur viser, hvordan de grønne statsobligationer fordeler sig efter EU's miljøkriteriefordeling for grønne obligationer. Fordelingen varierer kun marginalt over årene, og tallene for 2024 er derfor rimeligt repræsentative for perioden 2020-2023.

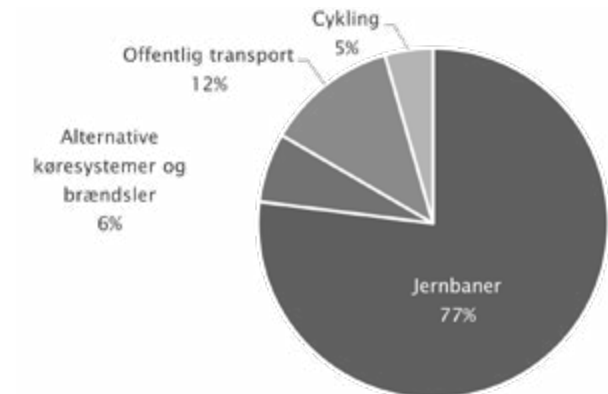
EU's miljøkriteriefordeling af midler fra 2024-udstedelserne af grønne obligationer på samlet 17,5 mia. euro.



Den klart største andel (65 pct.), altså knap 11,5 mia. euro, går til klimatiltag, der skal reducere drivhusgasudledninger og fremme klimavenlige teknologier. 12 pct., omkring 2 mia. euro, går til at styrke modstanddygtigheden mod klimaeffekter som hedeølger, oversvømmelser og tørke, f.eks. ved klimatilpasning af bygninger, infrastruktur eller kystbeskyttelse. Yderligere 2 mia. euro går til forebyggelse og kontrol af forurening. 9 pct., ca. 1,5 mia. euro, til styrkelse af biodiversitet, og ca. 350 mio. euro til vand- og havressourcer samt cirkulær økonomi.

De nedenstående figurer viser fordelingen af provenu efter sektor. Fordelingerne ændrer sig kun lidt fra år til år og er derfor ligeledes rimeligt repræsentative for perioden 2020-2023.

Fordeling af midler til transportsektoren fra 2024-udstedelserne af grønne obligationer på samlet 8,9 mia. euro



Fordeler vi de 100 mia. euro til grønne infrastrukturinvesteringer ud på 12 år, svarer det til ca. 8 mia. euro i årlige investeringer, hvilket udgør knap 50 pct. af de samlede udstedelser af grønne statsobligationer i 2023 og 2024.

Transport udgjorde med afstand den største andel af provenuet fra salget af grønne obligationer i 2024, mens internationalt samarbejde tegnede sig for den næststørste andel. Det er endnu uklart, om udstedelserne under den nye infrastrukturpakke vil følge den samme overordnede allokering som vist i figurerne ovenfor. Efter vores vurdering er det dog ikke urimeligt at antage, at prioriteringen af midlerne i nogen grad vil afspejle fordelingen fra 2024, da denne har været forholdsvis uændret hen over årene.

77 pct. af transportudgifterne gik til jernbaner. Heraf udgjorde ca. 64 pct. tilskud til vedligeholdelse af den statslige jernbaneinfrastruktur, mens kun omkring 25 pct. blev anvendt til udvidelse.

Hovedformålet med kategorien Internationalt samarbejde er at støtte mellem- og langfristede investeringer i partnerlande inden for det tyske udviklingssamarbejde. De største investeringer gik til klimaindsatser, hvor klimaforebyggelse og klimatilpasning udgjorde henholdsvis 32,3 pct. og 24,2 pct. af udgifterne i kategorien. Forureningsbekæmpelse tegnede sig desuden for 27,2 pct. af udgifterne.

Inden for Energi og industri går investeringerne primært til energieffektivisering og anvendelse af brint, hvor KTF har spillet en central rolle.

I kategorien Forskning og innovation anvendes ca. 53 pct. af midlerne på rumfartsforskning. De 5 pct., der allokere til Landbrug og biodiversitet, bruges især på klimatilpasning af skove samt kystsikring og oversvømmelsesbeskyttelse.

Klima- og Transformationsfonds (KTF)

Formålet med den tyske KTF er at støtte Tysklands overgang til en klimaneutral og bæredygtig økonomi. I 2023 blev der afsat 36 mia. euro til KTF, men kun 20,1 mia. euro blev anvendt, hvilket betyder, at ca. 45

pct. af midlerne forblev uudnyttede – mod 51 pct. året før. Med den nye bevilling og et øget politisk fokus på KTF er der en klar forventning om, at en større andel af midlerne fremover vil blive taget i brug.

Af de i alt 17,5 mia. euro, der blev udstedt i grønne obligationer i 2024, var ca. 14 pct. af provenuet – svarende til omkring 2,5 mia. euro – øremærket til finansiering af projekter under KTF. Med udsigterne til 8 mia. euro pr. år i 12 år fra den vedtagne infrastrukturpakke, så vil KTF's investeringsbehov vokse markant de næste mange år.

KTF spiller en nøglerolle inden for finansiering af Energi og industri. Ud af de knap 2,3 mia. euro fra salget af grønne statsobligationer i 2024, der anvendes til Energi og industri, udgør ca. 60 pct., dvs. knap 1,5 mia. euro, projekter under KTF. Det var især projekter med fokus på forbedring af energieffektiviteten og fremme af forbruget af vedvarende energikilder.

Inden for Landbrug og biodiversitet udgjorde projekter under KTF ca. 160 mio. euro af de knap 850 mio. euro fra salget af grønne statsobligationer, der blev anvendt til landbrug og biodiversitet. Det var særligt projekter inden for skovbrug og genrejsning af skove, der blev finansieret gennem KTF.

Forskning og innovation fik cirka 1,5 mia. euro af provenuet fra salget af grønne statsobligationer i 2024. Heraf blev 220 mio. euro anvendt til finansiering af projekter under KTF. KTF-projekterne omfattede udvikling af alternative brændstoffer til fly, ressourceeffektivisering samt anvendelse af mere bæredygtige materialer i byggeriet.

Ca. 8,9 mia. euro ud af det samlede provenu rejst fra salget af grønne statsobligationer i 2024 gik til transportsektoren. Heraf finansierede 650 mio. euro KTF-projekter. Det var i særdeleshed projekter, der arbejdede med udviklingen af alternative brændstoffer til biler, som blev finansieret gennem KTF.

Inden for Internationalt samarbejde udgør KTF kun et beskedent bidrag på under 1 pct. af provenuet fra salget af grønne obligationer i 2024.

TEMA: NYE EU-REGLER STILLER KRAV TIL ESG-FONDE



I de seneste år har der været stigende fokus på bæredygtighed i investeringer. Mange investorer har efterspurgt fonde, der tager hensyn til klima, miljø og sociale forhold, og det har ført til, at en række fonde har fået navne, der signalerer ansvarlighed og ESG-fokus.

Men en del af de fonde, der markedsfører sig som bæredygtige, har i praksis haft en meget bred tolkning af begrebet. Det ses tydeligt i flere passive fonde, der følger ESG-screenede indeks – hvor de største investeringer ofte ligger i teknologivirksomheder som Apple, Microsoft og Meta, som ikke nødvendigvis har nogen udpræget ESG-profil.

For at sikre, at fondes navne afspejler deres faktiske investeringer, har EU’s finansielle tilsynsmyndighed, ESMA, nu vedtaget nye retningslinjer. Fra den 21. november 2024 skal alle nye fonde følge reglerne, og fra den 21. maj 2025 gælder de også for eksisterende fonde, herunder Maj Invest Grønne Obligationer. Det danske finanstilsyn og de øvrige nationale myndigheder skal sørge for, at reglerne bliver overholdt.

ESMA har med sine nye retningslinjer ønsket at skabe klare og ensartede rammer for, hvornår en fond må bruge ESG- eller bæredygtighedsrelaterede begreber i sit navn. Det gælder, hvis navnet indeholder ord,

der relaterer sig til miljø, transition, sociale forhold, god ledelsespraksis, ESG, impact eller bæredygtighed. Eksempelvis falder Maj Invest Grønne Obligationer ind under miljøkategorien, fordi ordet ”grønne” signalerer et tydeligt miljøfokus. Derfor er fonden omfattet af to centrale krav i retningslinjerne.

For det første skal mindst 80 pct. af fondens investeringer bidrage til miljømæssige eller sociale mål. For det andet skal 100 pct. af investeringerne overholde EU’s eksklusionskriterier. Det betyder, at hele porteføljen skal være fri for virksomheder, der har aktiviteter inden for f.eks. kul, olie, gas, tobak eller kontroversielle våben.

REGULERING SKABER USIKKERHED

Eksklusionerne vedrørende fossile brændsler kan skabe en særlig udfordring for grønne obligationer. Mange af dem er nemlig udstedt af virksomheder, der stadig har fossilbaseret aktivitet, men hvor obligationen bruges til at finansiere grønne projekter, f.eks. energigrenoveringer, elnet eller vindmølleparker. I mange tilfælde er netop disse obligationer en vigtig del af virksomhedens grønne omstilling. Problemet er, at de nye regler overordnet set har fokus på udstederen og ikke på det konkrete projekt. Derfor risikerer en grøn obligation at blive udelukket – også selvom pengene udelukkende bruges til vedvarende energi – hvis udstederen samtidig har aktiviteter inden for fossile brændsler.

ESMA har forsøgt at afhjælpe dette i en opfølgende Q&A. Her fremgår det, at såkaldte European Green Bonds – obligationer udstedt efter EU’s Green Bond Regulation – ikke er omfattet af eksklusionskravene. De anses for at være tilstrækkeligt dokumenterede og kontrollerede. For andre grønne obligationer er der åbnet op for en såkaldt look-through-vurdering, hvor man ser på, hvad obligationen konkret finansierer. Men det er stadig uklart, hvornår en sådan vurdering er nok til at tillade investeringen.

Betydningen af ovenstående kan næsten ikke undervurderes. Det er helt essentielt for fonde, der investerer

i grønne obligationer, at de fortsat kan investere i grønne obligationer fra f.eks. virksomheder i transition, da kriterierne for, at en obligation må kaldes grøn, netop sikrer, at provenuet fra de grønne obligationer udelukkende går til at finansiere projekter med klare miljømæssige fordele.

MAJ INVEST GRØNNE OBLIGATIONER

Hos Maj Invest Grønne Obligationer er porteføljen i løbet af 2024 blevet tilpasset, så den lever op til ESMA’s retningslinjer. Vi ser positivt på intentionen om at sikre klarhed og tillid omkring bæredygtige fonde, men mener også, at det er vigtigt, at reglerne tager højde for den kompleksitet, der ligger i grønne obligationer. Mange grønne projekter bliver nemlig sat i gang netop i virksomheder, som endnu ikke er fuldt grønne – men som gerne vil bevæge sig i den retning.

Hvis man automatisk udelukker disse projekter, risikerer man at hæmme den omstilling, som retningslinjerne egentlig har til formål at støtte. Derfor er der brug for en balanceret tilgang, hvor både gennemsigthed og klimahandling kan gå hånd i hånd.



Største positioner i passiv fond, der følger MSCI World ESG Screened		
Microsoft Corp	Teknologi	4,80%
Apple Inc	Teknologi	4,62%
NVIDIA Corp	Teknologi	4,49%
Amazon.com Inc	Cyklisk forbrug	2,80%
Meta platforms Inc Class A	Kommunikationstjenester	2,04%
Broadcom Inc	Teknologi	1,43%
Alphabet Inc Class A	Kommunikationstjenester	1,38%
Tesla Inc	Cyklisk forbrug	1,25%
Alphabet Inc Class C	Kommunikationstjenester	1,19%
JPMorgan Chase & Co	Finansielle ydelser	1,10%



Få løbende information om afdelingens investeringer og de grønne projekter på majinvest.dk/majgro

MAJ INVEST

Investeringsforeningen Maj Invest

Bernstorffsgade 50 | 1577 København V

Tlf. 33 38 73 33 | majinvest.dk

info@majinvest.dk | CVR-nr. 28 70 59 21

Medlemmer:

Alle, der har investeret penge i Investeringsforeningen Maj Invest (Maj Invest), er automatisk medlem af foreningen. Bestyrelsen for Maj Invest vælges på generalforsamlingen.

Porteføljerådgiver:

Fondsmæglerselskabet Maj Invest A/S

Fondsmæglerselskabet Maj Invest A/S (Fondsmæglerselskabet Maj Invest) er porteføljerådgiver for Maj Invest og står for den daglige porteføljerådgivning af alle Maj Invests afdelinger.

Investeringsforvaltningsselskab:

SEBinvest A/S

Investeringsforvaltningsselskabet udfører en række administrative og investeringsmæssige opgaver i forbindelse med den daglige drift af foreningen.

Depotbank:

Skandinaviska Enskilda Banken AB

Depotbanken har til opgave at udføre en lang række kontrolopgaver for at sikre medlemmernes opsparing.

Revision:

EY Godkendt Revisionspartnerselskab har til opgave at revidere foreningens årsregnskaber.

Tilsyn: Finanstilsynet

Investeringsforeningen Maj Invest er under tilsyn af Finanstilsynet.

Disclaimer

Investeringsforeningen Maj Invest og Fondsmæglerselskabet Maj Invest A/S har udarbejdet dette materiale udelukkende til generel orientering. Indholdet er ikke en opfordring til køb eller salg af værdipapirer, herunder investeringsbeviser, og udgør ikke investeringsrådgivning eller investeringsanalyse. Investeringsforeningen Maj Invest og Fondsmæglerselskabet Maj Invest A/S påtager sig ikke ansvar for rigtigheden af informationer fra eksterne datakilder, og der tages forbehold for eventuelle trykfejl i materialet. Oplysninger om afkast i materialet er historiske, og tidligere afkast kan ikke anvendes som en pålidelig indikator for fremtidige afkast. Investering er forbundet med risiko for tab, og kursudviklingen kan afvige væsentligt fra det i materialet forventede. Materialet er til modtagerens personlige brug og må ikke udleveres, kopieres eller offentliggøres til andre uden Investeringsforeningen Maj Invests skriftlige tilladelse.

Maj 2025.

