

28. maj 2025

Notat

Statusnotat vedr. modenheten omkring rammeværktøjet for bæredygtige investeringer i 2025

Nye forhold og hovedkonklusion for 2025

Der er fortsat interesse i at investere bæredygtigt i markedet for de institutionelle investorer. Der er også fortsat et marked til stede for bæredygtige investeringer, hvilket den seneste regulering og det delvise politiske retningsskift ikke væsentligt har ændret på.

I forhold til lovgivning og praksis på bæredygtighedsområdet er der sket ændringer siden 2024, som har skærpet kravene til hvad der kan betegnes som bæredygtigt. Ændringerne er gennemgået i notatet. Efter markedsdialogen kan det dog konstateres, at der ikke er væsentlige ændringer i forhold til tilgængeligheden af bæredygtige produkter og aktiver for Københavns Kommune (herefter "KK" eller "Kommunen"). Ændringerne ses dog heller ikke at have øget tilgængeligheden af grønne aktiver.

Kommunens målsætning om, at 50 % af Kommunens portefølje skal være bæredygtige investeringer i 2030 vurderes derfor fortsat til at være realistisk og meget ambitiøs. Der er indikationer for, at udbuddet af grønne aktiver vil stige over tid, men der har i markedsdialogerne ikke været indikationer for, at der vil ske en stor vækst foreløbigt. En stigning i allokering mod det grønne kan ligeledes risikere at medføre en mindre stigning i risici, herunder især koncentrationsrisici, da dele af aktivmarkedet – herunder markedet for grønne realkreditobligationer – fortsat er smalt, og der således vanskeligt kan opnås tilstrækkelig risikospredning. En eventuel mulighed for at øge den grønne investeringsandel vil eventuelt skulle findes i en højere aktieallokering eller på det internationale erhvervsobligationsmarked.

Baggrund og indhold

Interessen og markedet for bæredygtige investeringer er fortsat i udvikling, både i Danmark og i resten af Europa. Det skyldes i særdeleshed en efterspørgsel fra institutionelle investorer, men ligeledes et øget regulatorisk fokus fra EU's side, hvor en række nye initiativer er trådt i kraft de seneste år. Hertil ses det seneste års modsatrettede pres fra USA ikke at have sænket potentialet for grønne investeringer mærkbart.

I 2023 udarbejdede Deloitte for Københavns Kommune et notat, der afdækkede markedet for bæredygtige investeringer. Notatet gennemgik også udviklingen inden for bæredygtige investeringer de seneste år. Hvordan forvalterne implementerede kommunens metodik til at foretage bæredygtige investeringer, var ligeledes et punkt, og afslutningsvis indeholdt notatet en vurdering af om målsætningerne i Kommunens politik for ansvarlige investeringer var realistisk og ambitiøs.

Da markedet for bæredygtige investeringer, herunder de regulatoriske initiativer, er i stor udvikling, har Kommunen bedt Deloitte om at udarbejde en opdatering til notatet inklusiv en opdatering på den regulatoriske udvikling inden for bæredygtighed siden udarbejdelse af det opdaterede statusnotat i 2024. Dette notat er således anden opdatering af statusnotatet fra 2023.

Deloitte har derfor i perioden 30. april 2025 til 28. maj 2025 bistået KK med en opdatering af notatet samt en supplerende markedsafdækning vedrørende bæredygtige investeringer.

Statusnotatet fokuserer specifikt på følgende emner:

1. Status på Disclosureforordningen (SFDR), herunder artikel 2, nr. 17 og opdatering siden 2024, herunder på PAI-rapportering fra kapitalforvalterne.
2. Status på EU Taksonomien for grønne investeringer (taksonomien) og opdatering siden 2024, herunder hvad det har betydet, at virksomheder (både finansielle og ikke-finansielle) har rapporteret på, om de lever op til taksonomien ("taxonomy-aligned") samt om begrænsningerne i forhold til, at det er EU lovgivning og ikke gælder uden for EU.
3. Status på EU's Corporate Sustainability Reporting Directive ("CSRD") som pålægger virksomhederne yderligere bæredygtighedsrapportering.
4. Status på EU's omnibus-pakker indenfor bæredygtighed og input til fremtidig overordnet tilgang.
5. Udviklingen i aktivt ejerskab i lyset af Finanstilsynets undersøgelse.
6. Finanstilsynets rolle inden for bæredygtig finansiering, herunder hvordan Finanstilsynet arbejder med SFDR og taksonomien og de retningslinjer, som er udstukket herfra.
7. Grønne obligationer, herunder realkreditobligationer og EU grønne obligationer som en del af Københavns Kommunes nuværende rammer for bæredygtige investeringer.
8. Udvikling ift. Svanemærket (er der ændringer, og har det vundet mere udbredelse?).
9. Udvikling i data og data-providers, herunder data-kvaliteten og forskel mellem EU og non-EU.
10. Greenwashing-risiko og bæredygtighed i markedsføring.
11. Hvilke nye muligheder og begrænsninger findes der i relation til bæredygtige investeringer?
12. Status på om Københavns Kommunes målsætninger fortsat er ambitiøse og realistiske.

Notatets indhold

Notatet indledes (foroven) med en kort beskrivelse af nye forhold siden 2024 og hovedkonklusionerne fra analysen. Herefter følger et afsnit om baggrunden for notatet, hvorefter notatets emner er oplistet. Disse vil efterfølgende blive behandlet enkeltvis i de efterfølgende afsnit. Notatet afrundes med fire bilag, som dækker over en liste af definitioner i bilag 1, den spørgeramme, som blev fremsendt til markedsaktørerne i forbindelse med markedsdialogen i bilag 2, beskrivelse af notatets metodik i bilag 3 samt en oversigt over indikatorer for negative bæredygtighedsvirkninger i bilag 4.

Metodisk er notatet udarbejdet ud fra en desktop-analyse og en markedsdialog med Kommunens fire kapitalforvaltere. Metoden er beskrevet i bilag 3.

1. Status på Disclosureforordningen (SFDR), herunder artikel 2, nr. 17 og opdatering siden 2024, herunder på PAI-rapportering fra kapitalforvalterne.

Disclosureforordningen ("SFDR") er de europæiske bestemmelser, der sætter rammerne for, hvordan og hvor kapitalforvaltere (finansielle markedsdeltagere i forordningens sprog), skal oplyse om deres arbejde med bæredygtighed. Dette gælder både for de enkelte finansielle produkter, som den finansielle virksomhed udbyder, og generelt for virksomhedens arbejde med bæredygtige investeringer.

For de finansielle produkter beskrives blandt andet, hvordan investeringsfonde er kategoriseret i tre forskellige typer af produkt afhængig af graden af bæredygtighed: (1) fonde som har et bæredygtigt investeringsmål (også kaldet mørkegrønne og artikel 9-fonde), (2) fonde som fremmer miljømæssige og/eller sociale karakteristika og hvor investeringerne følger god ledelsespraksis (også kaldet lysegrønne og artikel 8-fonde), og (3) alle andre fonde end artikel 8- og 9-fonde (også kaldet artikel 6-fonde). De tre typer er nærmere beskrevet i Bilag 1.

Markedsdialogen viser, at nogle kapitalforvaltere har måtte ændre på deres fondes navne for at efterleve ESMA's nye retningslinjer, imens andre har indikeret, at man allerede inden ESMA's retningslinjer har været tilbageholdende med at anvende bæredygtighedsrelaterede begreber i navngivningen af deres fonde.

I forlængelse heraf er der udarbejdet en tabel med oversigt over artikel 9-fonde og udviklingen i forhold til 2024.

Tabel 1: Oversigt over artikel 9-fonde hos kapitalforvalterne pr. maj 2025

	Forvalter 1	Forvalter 2	Forvalter 3	Forvalter 4	2025 (samlet)	2024 (samlet)
Antal artikel 9-strategier	8	10	4	11	33	26
Antal artikel 9-fonde	8	11	11	18	48	36
Andel af formuen i artikel 9 ift. samlet formue (%)	2 %	3 %	4 %	8 %	4,25 % ¹	5,75 % ²

Ud fra tabellen ses det, at imens antallet af artikel 9-fonde er vokset betydeligt siden 2024, udgør de en mindre andel af kapitalforvalternes formue. Det kan tolkes som, at forvalterne fortsat arbejder med at kunne tilbyde flere forskellige artikel 9-fonde og strategier, men at efterspørgslen på disse produkter kan være stagneret som følge af fx de geopolitiske uroligheder.

Markedsdialogen viser, at interessen for artikel 9-fonde stadig er der. Dog er den ikke stigende, og enkelte forvaltere ser en lettere nedadgående tendens, primært fra private, hvor færre kunder end tidligere har krav om investeringer i artikel 9-fonde. En del af bevæggrunden blev samstemmende angivet som for skrappe eksklusionskriterier i flere artikel 9-fonde. Helt overordnet er kapitalforvalterne af den opfattelse, at artikel 9-fondene er kommet for at blive, men at karakteren af dem har ændret sig. Det forklares af de fleste kapitalforvaltere med tilsynsmyndigheders øgede fokus og klarere forventninger til indholdet og omkringliggende krav til oplysninger og rapportering.

Kapitalforvalterne har i dialogen nævnt, at de har oplevet en større tilstrømning af kapital i artikel 6-fonde, men at det sandsynligvis kan henføres til kortsigtede beslutninger om at sikre stabile afkast i et investeringsmarked præget af usikkerhed om inflation, renteniveauer og senest de geopolitiske forhold.

De fleste kapitalforvaltere oplever dog en nævneværdig forskel mellem private investorer og institutionelle investorer, og nævner i den forbindelse, at de institutionelle investorer fortsat har appetit på de bæredygtige produkter og i højere grad end privatinvestorerne har bæredygtighed som et kriterie. En af forvalterne nævnte, at de ser en større interesse for at gøre brug af eksklusioner og investeringsbegrænsninger, og anvender det værktøj fremfor at holde sig til artikel 9-fondsinvesteringer, da det giver et større investeringsunivers med mulighed for individuelle tilpasninger.

Udover SFDRs klassificering af artikel 6-, 8- og 9-fonde, indeholder SFDR også en række rapporteringskrav, som stiller krav til indhentning af bæredygtighedsdata for at kunne foretage rapporteringerne – både på produkt- og virksomhedsniveau. Her er tilgængeligheden af bæredygtighedsdata begrænset og kompleksiteten høj, hvilket giver

¹ Tallet er beregnet som et uvægtet gennemsnit af tallene per forvalter for 2025. Tallet kan derfor ikke ses som et reelt tal for Kommunens samlede portefølje, men en indeksering således, at udviklingen fra 2024 til 2025 kan kommenteres.

² Tallet er beregnet som et uvægtet gennemsnit af tallene per forvalter for 2024. Tallet kan derfor ikke ses som et reelt tal for Kommunens samlede portefølje, men en indeksering således, at udviklingen fra 2024 til 2025 kan kommenteres.

en række udfordringer for investorer og kapitalforvaltere. Disse er nærmere beskrevet i afsnittet om ”Udvikling i data samt udbydere af ESG-data”.

Derudover bliver produkters status som henholdsvis SFDR artikel 8- og artikel 9-fonde brugt som ’labels’ i forbindelse med markedsføringen af produkternes grad af bæredygtighed, hvilket indebærer en risiko for greenwashing. Denne problemstilling har de tre europæiske tilsynsmyndigheder italesat, og EU-Kommissionens ”Platform on Sustainable Finance” har ligeledes offentliggjort forslag om en kategorisering af produkter under SFDR³.

EU-Kommissionen skal revidere SFDR i andet halvår af 2025 og forventningen er blandt andet, at der bliver taget stilling til ovenstående problemstillinger, så SFDR fremover også vil indeholde bestemmelser om egentlig mærkning af fonde.

1.1. Status på SFDR-rapportering – vigtigste negative indvirkninger på bæredygtighedsfaktorer (PAI-statement)

SFDR påbyder kapitalforvalterne at offentliggøre oplysninger om deres bæredygtighedsrelaterede aktiviteter. I juni 2023 skulle kapitalforvalterne for første gang rapportere data i deres erklæring på de såkaldte vigtigste negative indvirkninger på bæredygtighedsfaktorer (PAI-statement)⁴.

En bæredygtighedsfaktor kan fx være relateret til klimaet som CO₂-udledning, men det kan også være sociale faktorer som fx lønforskelle mellem køn eller manglende overholdelse af internationale retningslinjer. I alt er der 18 obligatoriske faktorer, som forvalterne skal rapportere på, samt yderligere en række frivillige indikatorer, hvor der som minimum skal rapporteres på 2.

Det betyder konkret, at kapitalforvalterne eksempelvis skal rapportere på, hvor meget CO₂, der kommer fra deres investeringer, hvor meget energiforbrug investeringer har og hvor stor lønforskel der er i virksomheder. Alle PAI-indikatorer fremgår af Bilag 3. Antallet af PAI indikatorer forventes ikke at stige på den korte bane, bl.a. på grund af EU-Kommissionens fokus på at begrænse rapporteringskrav for virksomheder.

Derudover skal forvalterne forklare hvilke handlinger, der er blevet iværksat det foregående år for at nedbringe de enkelte indikatorer.

PAI-rapporteringen skal laves på tværs af aktivklasser og porteføljer. Det betyder, at det kan være svært at sammenligne forskellige forvaltere, da værdierne i høj grad afhænger af typen af investering, datakilde, datadækning samt størrelse på forvalternes kapital under forvaltning, da nogle af indikatorerne er afhængige af, hvor meget man har investeret. Især data for Scope 3 CO₂-emissioner – altså de CO₂-emissioner, som kommer fra virksomhedens værdikæde – er umodent og forbundet med estimeringer. Derfor kan der også opleves store forskelle i de samlede CO₂-emissioner, som KK’s forvaltere rapporterer, hvilket udfordrer validiteten af og sammenligningsgrundlaget for rapporteringen.

Markedsdialogen har vist, at kapitalforvalterne fortsat arbejder seriøst med PAI-data og rapportering og det indgår nu hos alle som en del af vurderingen af om investeringer er bæredygtige. Det bliver således af alle forvalterne brugt som et centralt værktøj i arbejdet med bæredygtighed, herunder i vurderingen af, om investeringer er bæredygtige, og om der skal udøves aktivt ejerskab på enkeltinvesteringer.

I forvalternes vurdering af, om en investering er bæredygtig, skal de teste, om investeringen lever op til princippet om ikke at gøre væsentlig skade (DNSH⁵). Til dette inddrages PAI-data, og den bruges både på enhedsniveau og fondsniveau, navnlig i de periodiske og prækontraktuelle rapporter under SFDR.

Markedsdialogen indikerede, at der trods enighed om anvendelighed, stadig er forskelle i modenhedsniveauet. Således inddrager forvalterne kun PAI-data i det omfang, de vurderer, at de har tilstrækkelige data. En af forvalterne inddrager samtlige af de obligatoriske PAI’er i vurdering af, om der gøres væsentlig skade, imens en anden forvalter inddrager færre indikatorer og kun dem, de har reel og kvantificerbare data på.

³ Categorisation of products under SFDR – Report, Platform on Sustainable Finance ([link](#))

⁴ På engelsk: statement on principal adverse impact on sustainability factors, forkortet ”PAI-statement”.

⁵ Engelsk forkortelse som står for ”do no significant harm”.

2. Status på EU-Taksonomien for grønne investeringer (taksonomien)

Fra et regulatorisk perspektiv er der ikke kommet relevante ændringer til EU-taksonomien siden opdatering af statusnotatet i 2024. Der er forventning om justering af taksonomien både som følge af omnibus-pakken (se nedenfor afsnit "Introduktion til omnibuspakken"), men også som følge af den kontinuerlige udvidelse af de økonomiske aktiviteter, som taksonomien skal dække.

Taksonomien er det fælles EU-sprog for, hvilke økonomiske aktiviteter der er bæredygtige. Foreløbig er alene den grønne del (miljødelen) af taksonomien vedtaget. Taksonomien definerer seks miljømål (se Bilag 1), og i 2024 er de sidste seks miljømål trådt i kraft foruden de to klimamål. Hvor det tidligere var børsnoterede finansielle og ikke-finansielle virksomheder med mere end 500 ansatte, der skulle rapportere i henhold til taksonomien, er det med omnibuspakken begrænset til kun at være obligatorisk for virksomheder med mere end 1000 ansatte eller med en årlig omsætning på mere end 450 mio. euro. Investorer kan bruge taksonomien til at vurdere, om investeringerne er bæredygtige og virksomhederne skal rapportere på, hvor stor en del af investeringerne, der efterlever taksonomien ("taxonomy-alignment") som en del af oplysningsforpligtelserne i SFDR. Taksonomien og dennes begreber er forklaret yderligere i Bilag 1.

Markedsdialogen har vist, at de fleste forvaltere i mindre grad end tidligere forlader sig på taksonomidata til brug for kvalificeringen af bæredygtige investeringer. Ingen af forvalterne ser en særlig stigning i anvendelsen af taksonomidata, og nævner desuden, at kunder i stort omfang ikke bruger det som indikator for bæredygtige investeringer. Det skyldes ofte, at datatilgængeligheden og -kvaliteten er lav, hvorfor taksonomi-alignment bliver meget lav, som det også fremgår af tabel 3.

Tabel 2: Oversigt over Kommunens portefølje og andel som lever op til taksonomien⁶

	Total portefølje	Bæredygtig investering	Afstemt med taksonomien
Kommunens portefølje	100 %	31-41 %	1,5-8,5 %

Derudover oplever kapitalforvalterne, at det er svært at bruge taksonomidata i kommunikationen med kunder, da det kan blive meget teknisk. En af forvalterne gav udtryk for, at taksonomi-alignment af mange ikke bliver set som et investeringskrav, men mere et compliancekrav. Forvalterne nævnte også, at taksonomidata ikke dækker alle økonomiske aktiviteter.

Til trods for, at forvalterne generelt ikke mener, at taksonomidata er blevet så centralt, som man kunne tro, er det stadig et element i kvalificeringen af bæredygtige investeringer, når det kommer til at afgøre, om investeringen lever op til kriteriet om at gøre bæredygtige bidrag. Forvalterne har forskellige tærskler, og eksempelvis gælder det for en forvalter, at de anser kriteriet om bæredygtigt bidrag være opfyldt, hvis minimum 50 % af aktiviteterne (baseret på omsætningstal) er i overensstemmelse med taksonomien. Alternativet til taksonomi-alignment er overensstemmelse med FN's Verdensmål, hvilket for manges vedkommende er lettere at leve op til.

3. Status på EU's Corporate Sustainability Reporting Directive ("CSRD")

CSRD pålægger både finansielle og ikke-finansielle virksomheder yderligere rapporteringskrav til bæredygtighedsrapportering i deres årsrapport. CSRD finder anvendelse fra regnskabsåret, der starter 1. januar 2024, hvorfor de første virksomheder har foretaget rapportering efter CSRD for første gang her i 2025. Reguleringen udvider sit anvendelsesområde i bølger, så det er kun de største og mest komplekse virksomheder, der har rapporteret for nuværende. Vores foreløbige analyser viser, at det fortsat er vanskeligt at sammenligne rapporterede tal på tværs, og at der er kontinuerlige udfordringer med kvaliteten af de data, der er nødvendige for at virksomheder kan rapportere fyldestgørende.

CSRD har været under kritik for dets kompleksitet, hvilket har medført, at der er stillet til forslag om væsentligt at ændre anvendelsesområdet for CSRD, så det kun vil være de største virksomheder, der skal rapportere efter CSRD, ligesom der er stillet forslag om forenkling af rapporteringskravene. Det er den såkaldte omnibuspakke, som er introduceret i næste afsnit.

Input fra markedsdialogen behandles under næste afsnit (se "Introduktion til Omnibuspakken").

⁶ Tabellen er udarbejdet på baggrund af tre kapitalforvalteres input.

4. Introduktion til Omnibuspakken

EU præsenterede tidligt i 2025 en omnibuspakke på bæredygtighedsområdet ("Omnibuspakken"). En omnibuspakke er en lovgivningspakke, der indeholder flere forskellige regelsæt. Omnibuspakken blev fremsat af Kommissionen den 26. februar 2025. Omnibuspakken har til formål at reducere og forenkle de mange regler og rapporteringskrav på bæredygtighedsområdet og taler ind i en større agenda om byrdelempelse og simplificering af regulering i EU. Det skal understreges, at forslaget ikke er endeligt vedtaget i EU-regi, men at der forventes en hurtig implementering i dansk ret, når forslaget er vedtaget i EU.

Med Omnibuspakken følger blandt andet, at kravene til bæredygtighedsrapportering under CSRD udskydes med to år for virksomheder, som ikke allerede er begyndt på rapporteringen.

Foruden udskydelse af omfattede virksomheder, følger der med Omnibuspakken også forslag om at indsnævre anvendelsesområdet for CSRD, så det fremover vil være gældende for store virksomheder med (blandt andet) over 1.000 ansatte, hvorimod det på nuværende tidspunkt er over 250 ansatte. Hertil vil det ikke længere være baseret på, om de er børsnoterede eller ej.

Herudover udskydes virkningen af Corporate Sustainability Due Diligence Directive (CSDDD) med et år. CSDDD har til formål at fremme bæredygtig og ansvarlig virksomhedsadfærd, og kræver, at de største virksomheder udfører undersøgelser i bl.a. deres leverandørkæder i form af tilstrækkelig due diligence for at respektere menneskerettigheder og miljøet.

Selvom det ikke rammer KK direkte, vil det sandsynligvis opleves som et temposkift i sektoren, der med udskudte frister får mere luft til at udvikle de rette værktøjer. Begrænsningen af rapporteringspligten og undersøgelsespligten vil ligeledes medføre en begrænsning i de tilgængelige data for investorer og dermed en potentiel begrænsning i aktiver, der kan markedsføres som grønne.

Markedsdialogen har vist, at kapitalforvalterne generelt er fortalere for bæredygtighedsrapportering og de mener ikke, at Omnibuspakken gør deres arbejde med data lettere. Forvalterne nævnte, at data er et vigtigt element i deres arbejde med bæredygtighed, og med færre virksomheder omfattet af rapporteringskrav, bliver det alt andet lige ikke lettere at arbejde datadrevet. Omnibuspakken har dog ikke indtil videre givet anledning til særlige ændringer i forvalternes metoder, da de i forvejen arbejder med det tilgængelige data, men enkelte forvaltere nævner dog, at ambitioner om taksonomidata bliver nedsat. En anden pointe fra markedsdialogen er, at den nedsatte datatilgængelighed vedrørende bæredygtighed kan gå ud over kapitalforvalternes risikostyring og rapportering.

Samlet set mener forvalterne ikke, at Omnibuspakken er udtryk for, at bæredygtighed er mindre vigtigt end før, og flere nævner, at det stadig er et centralt emne i industrien.

5. Status på aktivt ejerskab

Aktivt ejerskab er et område, som er blevet helt centralt, når man snakker om bæredygtige investeringer. Med aktivt ejerskab kan kapitalforvaltere og institutionelle investorer bruge deres stemmerettigheder til at skubbe investeringsmodtagende virksomheder i en mere bæredygtig retning. Aktivt ejerskab indgår også som element i de oplysninger, der kræves efter SFDR – både hvad angår oplysninger på virksomhedsniveau, men også på produktniveau. Det betyder blandt andet, at kapitalforvaltere skal udarbejde og offentliggøre politikker for aktivt ejerskab, og for de bæredygtige fonde, der udbydes, skal der oplyses om, hvordan man bruger aktivt ejerskab.

Foruden reglerne i SFDR, er aktivt ejerskab også reguleret i aktionærrettighedsdirektivet. Med den regulering følger særlige krav til kapitalforvalternes politikker for aktivt ejerskab, herunder de oplysninger, som skal offentliggøres, og hvor og hvordan de skal offentliggøres.

Den finansielle sektor arbejder allerede seriøst med aktivt ejerskab, da det er i investorernes interesse, og er en vigtig del af at sikre virksomhedernes bæredygtighedsstrategi.

Fokusset på aktivt ejerskab bekræftes også af Finanstilsynets ageren, som netop har gennemført en temaundersøgelse om politikker for aktivt ejerskab. Tilsynet konstaterede i deres undersøgelse, at der forelå en række mangler⁷, som relaterer sig til virksomhedernes efterlevelse af krav i deres egen politik for aktivt ejerskab. Med Finanstilsynets nylige temaundersøgelse forventes der et øget fokus på, hvordan aktivt ejerskab efterleves og hvordan finansielle virksomheder sikrer, at de aktivt agerer i overensstemmelse med deres politik.

Markedsdialogen har vist, at alle kapitalforvalterne arbejder seriøst med aktivt ejerskab, og inddrager det som værktøj til både at sikre bæredygtige investeringer og at sikre langsigtet afkast. Det er ikke kun en complianceopgave, men også i høj grad finansielt væsentligt, og forvalternes politikker for aktivt ejerskab er forankret på koncernniveau og indebærer mange strategiske overvejelser.

Aktivt ejerskab bliver af forvalterne brugt før der træffes beslutning om en eventuel eksklusion af porteføljevirksomheder, og der inddrages data fra forskellige eksterne dataleverandører, ligesom forvalterne indgår i samarbejder med NGO'er og andre ligesindede for at gøre mest mulig brug af stemmerettigheder mv.

Alle forvalterne bruger PAI'erne, når de skal vurdere, om der er behov for at eskalere aktivt ejerskab. De identificerer selskaber, som ligger udenfor normen og dermed er PAI-outliers. Når man identificerer en PAI-outlier er det typisk sådan, at porteføljemanageren for den pågældende fond iværksætter nødvendige tiltag, som fx at indgå i en skærpende dialog. Samlet set har dialogen med forvalterne givet indtrykket af, at det øgede tilsynsfokus på aktivt ejerskab potentielt kan indsnævre den bæredygtige aktivklasse på kort sigt, men at det over tid er medvirkende til at skabe rammerne for et bredere investeringsunivers.

Samlet set viser markedsdialogen, at der arbejdes seriøst med aktivt ejerskab og hvordan man kan sikre målbare punkter for at sikre, at man efterlever sin politik inden for området.

6. Finanstilsynets rolle inden for bæredygtighed i den finansielle sektor

Finansielle virksomheder i Danmark er underlagt Finanstilsynet, som i stigende grad har øget fokus på bæredygtighed. Det ses blandt andet ved, at man i 2022 oprettede et særskilt kontor for tilsynet med ESG. Hertil har Finanstilsynet angivet bæredygtighed som et udtalt fokusområde i deres seneste 2030-strategi⁸.

Strategien nævner i den forbindelse, at det er vigtigt for beskyttelsen af forbrugere og investorer, at tilsynet med den finansielle sektors bæredygtighedsanprisninger er effektivt. Tilsynet forventes at have et øget fokus på de oplysninger, som virksomhederne giver om bæredygtighed, da det er deres målsætning, at sektoren skal kunne understøtte en bæredygtig omstilling.

Det øgede fokus kan antage at styrke tilliden til markedet for bæredygtige investeringer i Danmark, og dermed potentielt motivere yderligere investeringer med visheden om, at de finansielle produkter, der forpligter sig til at investere bæredygtigt, også faktisk gør det. På den anden side er der en risiko for, at kapitalforvaltere mister lysten til at begive sig ud i et udbud af bæredygtige produkter, hvis kravene bliver uhåndterbare og for byrdefulde.

Markedsdialogen har bekræftet, at det øgede tilsynsfokus og -arbejde bliver taget til efterretning af forvalterne, og ofte giver det anledning til konkrete ændringer i metoder og processer, ligesom det kan føre til ændringer i produktudbuddet. Det gælder både, når forvalterne indgår i inspektioner eller undersøgelser, og potentielt bliver påbudt at foretage ændringer, men også selvom de ikke indgår, hvorefter forvalterne tilpasser forretningen på baggrund af tilsynets tilkendegivelser om god praksis mv. Flere af kapitalforvalterne henviste dog også til, at de fleste af dem havde inkorporeret de stigende krav også fra internationale tilsyn, så det ikke umiddelbart havde effekt på tilgængeligheden af bæredygtige investeringer.

7. Grønne obligationer, herunder grønne realkreditobligationer

En grøn obligation er en obligation, hvor pengene fra obligationen går til grønne formål som fx finansiering af vedvarende energi, forebyggelse og bekæmpelse af forurening eller omstilling til cirkulær økonomi.

⁷ Finanstilsynet: Mangler i oplysninger om aktivt ejerskab ([link](#))

⁸ Finanstilsynet: Strategi 2030 ([link](#))

Alle forvalterne anvender ICMA's Green Bond Principles⁹ som en del af deres standard for definitionen af en grøn obligation. Flere af forvalterne har dog også yderligere krav. ICMA er det mest anerkendte rammeværktøj for grønne obligationer for både investorer og udstedere, hvilket i praksis også er det datagrundlag, som KK anvender, når det vurderes, om retningslinjerne for grønne obligationer overholdes.

For at en virksomhed kan sige, at deres obligationer er grønne i henhold til ICMA's Green Bond Principles, skal virksomheden udarbejde en ramme for dette (et såkaldt "Green Bond Framework"). Denne ramme skal beskrive hvilke grønne projekter, der er omfattet, hvordan processen er for at vurdere, om projekterne er grønne, og hvordan man rapporterer. Denne ramme skal godkendes af en ekstern ekspert – en såkaldt "Second Party Opinion". Typiske udstedere af sådanne vurderinger er Cicero og Sustainalytics.

Hvert år skal virksomheden rapportere på størrelsen af de grønne lån, hvilket skal vurderes af en ekstern 3. part som fx en revisor – en såkaldt "Third Party Opinion". Disse foranstaltninger er med til at sikre, at når investorerne køber en grøn obligation, så går pengene også til grønne projekter og skaber troværdighed om grønne obligationer.

Det forventes, at EU Green Bond Standard ("EuGBS"), som trådte i kraft den 21. december 2024, kommer til at spille en markant rolle for investorerne fremover, og at den bliver den fremtrædende standard i EU om nogle år. Det skyldes, at denne standard vil bidrage til mere ensartethed for investorerne og samtidig skabe et link til både taksonomien og SFDR. Det betyder, at de mange EU-initiativer vil spille bedre sammen. Omnibuspakken og de forholdsvis stringente krav i EuGBS gør dog, at der ikke forventes en umiddelbar stærk stigning i tilgængelige EU grønne obligationer. Der er dog fortsat en del usikkerhed i markedet, da der også forventes et opdateret regelsæt om en realkredit standard for dekarbonisering ("Mortgage portfolio standards"), der kan blive en standardiseret ordning for hele porteføljer af obligationer. Dette regelsæt kan øge udbuddet af "grønne" eller bæredygtige obligationer.

ICMA forventes fortsat at blive anvendt som ramme for grønne lån, både i og uden for EU, sammen med EU Green Bond Standard. Der er også igangværende arbejde med at lave bredere rammeværk for grønne lån, så flere aktiver kan indgå i reelt grønne porteføljer af lån.

Markedsdialogen har vist, at grønne obligationer i stigende grad vinder frem i forvalternes produktudbud. Forvalterne kvalificerer bredt set grønne obligationer efter de samme principper, og tilgangen er ikke væsentligt anderledes, hvad end det angår erhvervsobligationer eller realkreditobligationer. De fleste kapitalforvaltere har en relativt konservativ tilgang til, hvilke obligationer de anser som værende grønne, også uanset obligationens verificering af tredjepart, eksempelvis ICMA's Green Bond Label eller Bloomberg labels. Foruden at afklare, om obligationen er verificeret af tredjepart, tager den videre vurdering afsæt i en analyse af vilkårene for provenuanvendelse (use of proceeds), hvilket er gældende for alle kapitalforvalternes procedure. Desuden nævner de fleste forvaltere, at de undersøger provenuanvendelsen løbende, ofte ved at indsamle og vurdere impact-rapporter. Nogle af forvalterne nævnte desuden, at en obligation ikke kan anses som værende grøn, hvis udstederen ikke isoleret set også kan klassificeres som værende grøn. En enkelt forvalter havde ligeledes bygget yderligere analyser på kapitalcentre ind for at kunne vurdere den reelle bæredygtighed af realkreditobligationer.

I dialogen med kapitalforvalterne er det af flere blevet nævnt, at markedet for grønne realkreditobligationer er relativt begrænset, og de færreste forvaltere ser en stor stigning i markedet. Når det gælder realkreditobligationer, så går provenuanvendelsen ofte til energiforbedrende tiltag i erhvervsbygninger, hvor det for erhvervsobligationer ofte er mere simpelt at finde større aktiver til belåning. Det medfører, at kapitalforvalterne samstemmende ser udfordringer med at finde tilpas variation i løbetiden på grønne realkreditobligationer. Enkelte forvaltere påpegede også koncentrationsrisikoen direkte, når de blev adspurgt om en potentiel øgning i den grønne allokering af Kommunens investerede midler. På grund af koncentrationsrisikoen vil det også have betydning for muligheden for at finde og opnå benchmark-afkast, ligesom prisen for at investere i aktivet kan blive påvirket. Prispåvirkningen blev ikke set som en væsentlig påvirkning, men på et obligationsmarked, der opererer med at optimere de sidste basispunkter, kan det dog have betydning.

⁹ ICMA er en forkortelse for International Capital Market Association.

8. Status på Svanemærkede investeringsfonde

Der findes en række bæredygtige mærkningsordninger på markedet for kapitalfonde. Herhjemme findes det velkendte Svanemærket (på engelsk "Nordic Swan Ecolabel"), som kendes fra fx shampoo og fødevarerprodukter, og som allerede er indeholdt i KK's model for grønne investeringer. Svanemærkede fonde skal bl.a.:

- Inkludere virksomheder der arbejder med bæredygtighed ved at belønne stærkt bæredygtighedsarbejde set ud fra et ESG- og EU-taksonomi-perspektiv.
- Ekskludere som ordningen har defineret ubæredygtige industrier, herunder fossile brændsler, atomkraft, tobak, våben samt virksomheder, der ikke overholder internationale normer og konventioner.
- Udøve aktivt ejerskab ved at engagere sig i virksomheder, hvor der er usikkerhed om, hvorvidt de lever op til internationale normer, hvis virksomheden ikke sælges.
- Publicere alle beholdninger i porteføljen og udgive en årlig bæredygtighedsrapport.

Foruden ovennævnte kriterier, er svanemærkede fonde underlagt et pointsystem bestående af en række obligatoriske krav og pointscorer. Kravet er, at de obligatoriske krav skal opfyldes, imens seks ud af 14 pointscorer skal opnås for *equity funds*, og fem ud af 14 skal opnås for *bond funds*¹⁰. Desuden gælder, at svanemærkede fonde kun kan være fonde, der i forvejen er omfattet af enten SFDR artikel 8 eller 9. Det betyder samtidig, at svanemærkede fonde i princippet kan være mindre bæredygtige end SFDR artikel 9-fonde.

Kommunen har haft en forvalter, der anvendte svanemærket, men sidste år trådte denne ud af ordningen, og der er således ingen af kommunens forvaltere, der i dag benytter svanemærket. Antallet af svanemærkede investeringsfonde er således også nede på 44 totalt, hvoraf halvdelen er aktiefonde, og den øvrige størstedel er fund-of-funds konstruktioner.

9. Udvikling i data samt udbydere af ESG-data

Der er fortsat udfordringer, når det kommer til ESG-data. Det gælder især tilgængeligheden af ESG-data, men også kvaliteten og ensartetheden. Det er dog et område under udvikling og med øget fokus, både fra lovgivere og investorer, er virksomhederne blevet mere modne og arbejder mere datadrevet end tidligere. Kapitalforvalterne er underlagt regler, der kræver at de skal oplyse og løbende rapportere på bæredygtigheden i hver af deres bæredygtige fonde, herunder også ved hjælp af data. Hertil ses dog en forskel på europæiske virksomheder, som i højere grad er forpligtet til at skulle indhente ESG-data end virksomheder, som ligger uden for EU, hvor modenheden på ESG-data ikke er lige så høj.

I takt med, at markedet er blevet mere modent med at rapportere om bæredygtighed, er tilgængeligheden af data også blevet forbedret i sektoren. Det har gjort de bæredygtige produkter mere gennemsigtige, og man kan i højere grad vurdere, hvor grønne investeringerne faktisk er. Det har både tydeliggjort behovet for høj datakvalitet og stærke interne metoder, men også, at udbuddet af faktisk bæredygtige investeringsprodukter er blevet mere afgrænset.

I vores dialog med kapitalforvalterne er det tydeligt, at data er helt centralt for arbejdet med bæredygtighed. Til trods for, at bæredygtighedsrapportering er et omkostningstungt og kompliceret område, anerkender forvalterne dets formål, og ønsker generelt at øge datakvaliteten og -tilgængeligheden. Samtlige kapitalforvaltere benytter sig af eksterne leverandører af data og tjenesteydelser, men omfanget af brugen af leverandører er varierende. Enkelte forvaltere udvikler samtidig egne modeller og indsamler yderligere data på egen hånd, imens det for andres vedkommende i højere grad er uddelegeret.

Der har siden sidste år ikke været en mærkbar justering af tilgængeligheden af bæredygtige investeringer på baggrund af den længere erfaring med indhentning af bæredygtighedsdata. Flere af forvalterne udtrykte en øget brug af data til at sikre fortsat bæredygtig udvikling i deres porteføljer. Enkelte forvaltere havde også justeret deres tilgang, så den øgede datamængde på eksempelvis PAI kunne integreres bedre i bæredygtighedsarbejdet. Baseret på de seneste markedsdialoger var der dog hverken udsigt til stigning eller fald i mængden af tilgængelige bæredygtige investeringsaktiver på baggrund af udviklingen i brugen af eller tilgængeligheden af bæredygtighedsdata.

¹⁰ Nordic Ecolabelling: criteria document for investment funds and investment products, version 2.5 ([link](#))

10. Greenwashing-risiko og bæredygtighed i markedsføringen

Disclosureforordningen har til formål at sikre transparens og pålidelighed for virksomheders bæredygtige aktiviteter. Finanstilsynet har øget forventningerne til virksomhedernes arbejde med forordningen og overholdelse af kravene, så det ikke kun handler om at oplyse tilstrækkeligt, men også i højere grad at sikre interne processer til at understøtte det oplyste.

Det ses også afspejlet i Finanstilsynets seneste temainspektion afsluttet i marts 2025¹¹ som konkluderer, at udbydere af bæredygtige investeringsprodukter skal have bedre interne processer til at sikre, at deres investeringer overholder kravene til bæredygtige investeringer. Det gør sig især gældende for udbydere af artikel 9-produkter, der investerer bæredygtigt og dermed skal overholde kravene til definitionen i SFDR artikel 2, nr. 17.

Et vigtigt element i virksomheders markedsføring af fonde er navnet på fondene: Her kan der opstå en risiko for greenwashing hvis fx fonden har bæredygtige begreber i sit navn. Den europæisk tilsynsmyndighed, ESMA, offentliggjorde i 2024 deres retningslinjer for navngivning af fonde¹², hvilket har ført til, at mange fonde enten har fjernet det bæredygtighedsrelaterede begreb eller tilpasset deres investeringsstrategi.

Foruden Finanstilsynet findes også Forbrugerombudsmanden, som regulerer markedsføringen af bæredygtige produkter og anprisninger på virksomhedsniveau. Forbrugerombudsmanden har ikke forrang for bestemmelserne i den finansielle regulering, f.eks. når det angår oplysninger givet i forbindelse med overholdelse af krav i SFDR. Forbrugerombudsmanden gør dog klart, at et finansielt produkt kun kan kaldes bæredygtigt, hvis det lever op til kravene i artikel 9 i SFDR, og ikke, hvis produkt indeholder investeringer, der ikke efter SFDR kan kaldes bæredygtige.

Desuden har EU fremlagt et udkast til et nyt direktiv (direktiv om grønne anprisninger¹³), som har til formål at styrke troværdigheden ved miljømæssige udtalelser og beskytte forbrugere mod greenwashing. Udkastene står til at blive endeligt behandlet medio 2025 med to års implementeringsfrist. Det er fortsat uvist i hvor høj grad direktivet vil gælde for finansielle virksomheder.

For KK vil den regulatoriske udvikling sandsynligvis gøre det muligt, at stille højere krav til kapitalforvalternes markedsføring om bæredygtighed, herunder særligt angående graden af transparens og brugen af bæredygtighedsrelaterede ord.

Generelt viser markedsdialogen, at hverken forbrugerombudsmandens anbefalinger eller ESMA's nye retningslinjer for navngivning af fonde har medført væsentlige ændringer i kapitalforvalternes måde at arbejde med risikoen for greenwashing på. Flere kapitalforvaltere havde allerede forinden ændringerne fastlagt en praksis, som ligger inden for kravene til de nye retningslinjer og anbefalinger. Dog fremhæver en kapitalforvalter, at de har ændret navnet på enkelte af deres fonde for at efterleve de nye retningslinjer.

I arbejdet med greenwashing nævner en anden kapitalforvalter også tendensen til at greenhushes¹⁴, som kan opstå i bestræbelsen på at reducere risikoen for greenwashing. Både risikoen for greenhushing og greenwashing ses som risici der skyldes uklar lovgivning.

11. Hvilke nye muligheder og begrænsninger der findes i relation til bæredygtige investeringer

Det er vores vurdering, at der ikke findes væsentlige nye muligheder indenfor bæredygtige investeringer, der er tilgængelige for Kommunen. Der ses samtidig ikke væsentlige umiddelbare risici for yderligere begrænsninger i det bæredygtige investeringsunivers, hvilket også anses for at være bekræftet generelt blandt kapitalforvalterne.

Alle kapitalforvaltere bekræfter, at der fortsat er fokus på bæredygtige investeringer samt at interessen blandt investorerne er til stede. Markedsdialogen har også indikeret, at området inden for bæredygtig investering er under udvikling, hvormed der fortsat er gråzoner som forsøges afklaret – både ud fra praksis og lovgivningen. Derfor arbejdes der fortsat med definition af bæredygtig investering og hvornår et produkt kan klassificeres som grønt.

¹¹ Finanstilsynet: Forvaltere skal være bedre til at sikre, at deres investeringer reelt er bæredygtige ([link](#))

¹² Finanstilsynet: Retningslinjer fra ESMA om navngivning af fonde ([link](#))

¹³ Engelsk: Green Claims Directive. Forslaget kan findes her: [EUR-Lex - 52023PC0166 - EN - EUR-Lex](#).

¹⁴ Greenhushing dækker over en virksomheds beslutning om ikke at kommunikere dens bæredygtige impact for at undgå negativ opmærksomhed.

Taksonomirapporteringen har ikke ført til væsentlige nybrud i markedet, hverken i positiv eller negativ forstand. Hertil skal det også bemærkes, at store dele af taksonomien fortsat ikke er udformet.

En kapitalforvalter fortæller, at de oplever, at deres kunder i højere grad end tidligere interesserer sig for de bagvedliggende metoder og regnemodeller fremfor kun at interessere sig for udsagn om bæredygtighed. Det bekræfter ovenstående i forhold til, at der fortsat arbejdes med definitionen af bæredygtige investeringer.

Nogle kapitalforvaltere har fremhævet deres fokus definitionen på grønne realkreditobligationer, da graden af bæredygtighed kan variere alt efter, hvordan man definere "grønt" (som forklaret under "Grønne obligationer, herunder grønne realkreditobligationer"): Nogle kigger på den covered pool man investerer i, mens andre fokuserer på en analyse af udstederen.

Der bliver dog også fremhævet andre områder, hvor kapitalforvalterne ser en øget interesse. Det gælder blandt andet biodiversitet og natur som bæredygtigt investeringsemne. Her ses det, at man i højere grad arbejder med hvordan man kan skabe et positivt bidrag til biodiversitet frem for kun at arbejde med, at man ikke vil gøre skade på biodiversiteten. Enkelte forvaltere har naturinvesteringer klar, mens andre fortsat arbejder med dem. Det var dog ikke et område, der blev vurderet som et nyt og uopdyrket område af bæredygtige investeringer, der ville øge tilgængeligheden af aktier eller obligationer.

12. Status på om Københavns Kommunes målsætninger fortsat er ambitiøse og realistiske

Kommunens målsætninger for bæredygtige investeringer indebærer, at 27 % af obligationsbeholdningen og 50 % af aktiebeholdningen skal være investeret i bæredygtige værdipapirer i 2025. Hertil er det Kommunens målsætning for grønne/bæredygtige investeringer, at disse i Kommunens investeringsforening skal udgøre minimum 50 % i 2030.

Markedsdialogen har bekræftet, at Kommunens målsætning både er realistisk og meget ambitiøs.

Kommunens definition af bæredygtige investeringer bidrager til, at målsætningen er realistisk og ambitiøs, da den ikke afgrænser sig til kun at bruge taksonomien eller kun at investere i artikel 9- eller svanemærkede fonde. Det fremgår af markedsdialogen, at taksonomien som rammeværktøj fortsat er under udvikling og blandt kapitalforvalterne er der også spredning på, hvordan man arbejder med taksonomien: Fælles for kapitalforvalterne er dog, at de ikke ser en opadgående trend for anvendelsen af taksonomidata, hvilket hovedsageligt skyldes, at datagrundlaget fortsat er mangelfuldt og begrænset.

Det anbefales derfor, at man fortsat følger udviklingen for taksonomien, men også er opmærksom på de udfordringer som taksonomien står over for: Data er sparsomt og usikkert, hvormed Kommunens målsætning bliver vanskeligere at realisere, såfremt man fastsætter målsætninger for taksonomien. Udover dataudfordringerne vil der også være en risiko for, at investeringsrammerne bliver for smalle og spredningen af porteføljen for lav.

Størstedelen af Kommunens investering er placeret i danske realkreditobligationer, som derfor vil have en afgørende betydning for om Kommunen kan nå sit ambitiøse mål i 2030. Mulighederne for at investere yderligere i grønne realkreditobligationer er på nuværende tidspunkt begrænset, da udbuddet af disse ikke er højt. Det kan indebære en koncentrationsrisiko, da Kommunen vil investere et betydeligt beløb i et relativt lille marked. Desuden viser markedsdialogen, at datagrundlaget for realkreditobligationer er umodent, hvormed kapitalforvalterne anvender forskelligt data til at klassificere om en realkreditobligation er grøn eller ej. I takt med at datagrundlaget styrkes vil det bidrage positivt til Kommunes målsætning.

Desuden har markedsdialogen vist, at kapitalforvalterne har forskellige input til, hvordan Kommunen kan opnå sin målsætning i 2030 med at 50 % som minimum skal udgøre bæredygtige investeringer:

Af nogle kapitalforvaltere foreslås det, at Kommunen kan øge andelen af aktier i forhold til obligationer, da størstedelen af aktiebeholdningen er bæredygtige investeringer, som vil trække den samlede portefølje op. Det vil dog også medføre en øget risiko i porteføljen, da risikoprofilen generelt er højere på grønne aktier end på grønne obligationer.

Et andet forslag er at investere mere i grønne erhvervsobligationer udenfor Danmark. Der henvistes i særdeleshed til det større europæiske marked. Også her vil investeringsprofilen dog være mere risikobetonet.

Bilag 1 – Definitioner

Når man taler om ESG, ansvarlige og bæredygtige investeringer, er der mange forkortelser og begreber, man skal forholde sig til. I dette bilag defineres de mest anvendte begreber og forkortelser inden for ESG og bæredygtige investeringer, som er brugt i dette notat.

Artikel 6-produkt

Et produkt, der hverken følger miljømæssige/sociale karakteristika eller har et bæredygtigt investeringsmål. Dvs. alt andet end artikel 8/9 jf. nedenfor.

Artikel 8-produkt

Et finansielt produkt som fx en UCITS, der fremmer miljømæssige og/eller sociale karakteristika og hvor investeringerne følger god ledelsespraksis. Disse fonde kaldes også for lysegrønne fonde og har ikke nødvendigvis bæredygtig investering som sit mål.

Artikel 9-produkt

Et finansielt produkt som fx en UCITS, der har et bæredygtigt investeringsmål jf. SFDR 2, nr. 17. Det kan fx være et mål om at bidrage til at løse nogle af klodens udfordringer igennem tiltag til at bekæmpe klimaforandringerne. Disse fonde kaldes også for mørkegrønne fonde.

AUM

Aktiver under forvaltning, eller på engelsk "assets under management" (AUM), er en fagterm, der bruges inden for finansiering til at beskrive markedsværdien af de samlede finansielle aktiver, som en finansiell institution har under forvaltning.

Bæredygtig investering som defineret i SFDR artikel 2, nr. 17

En investering i en økonomisk aktivitet, som bidrager til:

- Et *miljømæssigt mål* som målt fx ved hjælp af nøgleindikatorer for ressourceeffektivitet for anvendelse af energi, vedvarende energi, råmaterialer, vand og jord, for affaldsproduktion og drivhusgasemissioner eller for dens indvirkning på biodiversiteten og den cirkulære økonomi *eller*
- Et *socialt mål*, navnlig en investering, som bidrager til at bekæmpe ulighed, eller som fremmer social samhørighed, social integration og arbejdsmarkedsrelationer, eller en investering i menneskelig kapital eller økonomisk eller socialt dårligt stillede lokalsamfund

forudsat at sådanne investeringer *ikke er til væsentlig skade* for nogen af disse mål, og at de virksomheder, der investeres i, *følger god ledelsespraksis*, navnlig med hensyn til solide ledelsesstrukturer, arbejdstagerforhold, aflønning af personale og overholdelse af skatteregler.

Corporate Sustainability Reporting Directive ("CSRD")

Den 1. januar 2024 trådte EU-direktivet om virksomheders bæredygtighedsrapportering (på engelsk Corporate Sustainability Reporting Directive, forkortet "CSRD") i kraft. CSRD pålægger både finansielle og ikke-finansielle virksomheder yderligere rapporteringskrav om bæredygtighed i virksomhedernes årsrapport fra 2024 og frem.

ESG (Environmental, Social & Governance)

ESG-begrebet måler og beskriver virksomhedernes håndtering af miljømæssige, sociale og ledelsesmæssige forhold. Integration af ESG kan både bruges til at identificere risici som fx klimarelaterede risici samt muligheder som fx investering i den grønne omstilling.

ESG-risici/bæredygtighedsrisici

Ved en bæredygtighedsrisiko (eller ESG-risiko) forstås en miljømæssig, social eller ledelsesmæssig begivenhed eller omstændighed, som, hvis den opstår, kunne have faktisk eller potentiel væsentlig negativ indvirkning på værdien af en investering.

ESG-faktorer/bæredygtighedsfaktor

ESG-faktorer er miljømæssige, sociale og personalemæssige spørgsmål samt spørgsmål vedrørende respekt for menneskerettighederne og bekæmpelse af korruption og bestikkelse.

EU Climate Transition Benchmark ("CTB")

EU CTB er sammenligningsindeks, som kapitalforvaltere kan bruge til at måle deres arbejde med investeringer i klimaomstilling. Et EU CTB skal leve op til en række krav, som fx 30 % CO₂-reduktion i forhold til et ækvivalent benchmark samt relevante eksklusion af visse selskaber.

EU Paris-aligned Benchmark (PAB)

EU PAB er sammenligningsindeks, som kapitalforvaltere kan bruge til at måle deres arbejde med investeringer med ambitionen om at leve op til Paris-aftalen. Et EU PAB skal leve op til en række krav, som fx 50 % CO₂-reduktion i forhold til et ækvivalent benchmark samt eksklusion af en række sektorer såsom virksomheden inden for udvinding af fossile brændsler eller produktion våben og tobak.

Et PAB har strengere krav end et tilsvarende EU CTB.

EU's Ecolabel

EU's Ecolabel er en offentlig, europæisk mærkningsordning, som fortsat er under udarbejdelse. Det forventes, at den kommer til at bygge på kriterierne i EU's taksonomi.

Grøn obligation

En grøn obligation er en obligation, hvor pengene går til grønne formål som fx finansiering af vedvarende energi.

Udstedere af grønne obligationer har en ramme for, hvad de kan klassificere som grønt. Dette gøres ved hjælp af anerkendte guidelines som fx ICMA's Green Bond Principles. Der stiller en række krav til udstederen om fx processer og rapportering.

EU har udviklet en EU Green Bond Standard, som anvender EU's taksonomi som grundlag.

ICMA

ICMA står for "International Capital Market Association" og er en organisation for banker og udstedere af værdipapirer, og de står bag Green Bond Principles.

Disclosureforordningen (Sustainable Finance Disclosure Regulation ("SFDR") (Regulation (EU) 2019/2088))

Disclosureforordningen (SFDR) er de europæiske lovregler, der sætter rammerne for, hvordan og hvor finansielle markedsdeltagere som fx kapitalforvaltere og pensionskasser skal oplyse om deres arbejde om bæredygtighed. Både for de enkelte finansielle produkter, som udbydes og generelt. Det er i SFDR, at man taler om hhv. artikel 6, 8 og 9-produkter, ligesom det er i SFDR's artikel 2, nr. 17, at "bæredygtig investering" er defineret.

Principal Adverse Impact (PAI) / Negativ bæredygtighedsvirkning

En investeringsbeslutning negative indvirkning på en bæredygtighedsfaktor. I juni 2023 skulle finansielle virksomheder for første rapportere på data på de negative bæredygtighedsvirkninger fra deres investeringsbeslutninger.

Svanemærket

Svanemærket er en mærkningsordning for nordiske investeringsfonde. For at leve op til Svanemærket skal man som forvalter leve op til en række kriterier i forhold til, hvad man ikke investerer i som fx fossile brændsler og våben, og hvad man positivt vil bidrage til på det bæredygtige område samt løbende rapportere om dette.

Taksonomien (Regulation (EU) 2020/852)

Taksonomien er det fælles EU-sprog for, hvilke økonomiske aktiviteter der er miljømæssige bæredygtige. Det er både finansielle og ikke-finansielle virksomheder, skal leve op til taksonomien.

For at en aktivitet skal kunne leve op til taksonomien skal fire kriterier være overholdt:

- Aktiviteten skal bidrage væsentligt til et af seks miljømål nedenfor
- Aktiviteten må ikke forårsage væsentlig skade på nogen af de andre miljømål
- Aktiviteten skal opfylde sociale minimumsgarantier som fx OECD guidelines
- Aktiviteten skal være i overensstemmelse med tekniske screeningskriterier

Hvis en aktivitet lever op til alle fire, siges den at være "taxonomy-aligned". Hvis aktiviteten er omfattet af reguleringen, men ikke lever op til ovenstående fire kriterier, siges den at være "taxonomy-eligible".

De seks miljømål er:

1. modvirkning af klimaændringer
2. tilpasning til klimaændringer
3. bæredygtig anvendelse og beskyttelse af vand- og havressourcer
4. omstilling til en cirkulær økonomi
5. forebyggelse og bekæmpelse af forurening
6. beskyttelse og genopretning af biodiversitet og økosystemer

De første to klimamål trådte i kraft i 2021 og de resterende fire miljømål trådte i kraft 1. januar 2024

Investorer kan bruge taksonomien til at vurdere, om investeringerne er bæredygtige og skal rapportere på graden af taxonomy-alignment som en del af oplysningsforpligtelserne i SFDR. Derudover skal bankerne, som kapitalforvalterne er en del af, selv rapportere, hvor stor en del af deres udlån og investeringer, der lever op til taksonomien fra og med 2024 for rapporteringsåret 2023.

Bilag 2 - Spørgeramme

SFDR

1. *Hvordan arbejder I med definitionen af bæredygtige investeringer i henhold til SFDR artikel 2, nr. 17 og har den ændret sig siden 2024?*
2. *Hvordan er udviklingen i jeres arbejde med artikel 6-, 8- og 9-fonde? Har I set en ændring i interesse/indhold/tilgængeligheden af disse?*
3. *Hvordan arbejder I med negative bæredygtighedsvirkninger (principal adverse impacts ("PAI")) og aktivt ejerskab? Vil Finanstilsynets/andre tilsyns tilkendegivelser betyde en ændring i tilgængeligheden af bæredygtige investeringer?*

Taksonomien

4. *Hvordan anvender I taksonomien som en del af jeres arbejde med bæredygtige investeringer? Har I oplevet et større fokus på taksonomien, nu hvor der rapporteres på "taxonomy-alignment"? Og hvor stor en del af Københavns Kommune er "taxonomy-aligned"?*

Grønne obligationer

5. *Hvordan arbejder I med grønne erhvervsobligationer og behandles grønne realkreditobligationer anderledes?*
6. *Hvilke kriterier anvender I for at vurdere, om erhvervs- og realkreditobligationer er bæredygtige/grønne?*
7. *Ser I en stigende efterspørgsel/tilgængelighed af grønne realkreditobligationer?*

Greenwashing og grøn markedsføring

8. *Har de nye retningslinjer fra ESMA vedr. navngivning af fonde¹⁵ eller forbrugerombudsmandens anbefalinger¹⁶ givet anledning til ændringer, herunder i navne og/eller beholdning/strategi af bæredygtige investeringer?*

CSRD og omnibuspakken

9. *Hvordan har I arbejdet med CSRD og bæredygtighedsrapportering, og hvordan har omnibuspakken påvirket arbejdet med data og forventningerne til at kunne øge andelen af bæredygtige investeringer?*

Fremtidige muligheder

10. *Ser I nye/andre muligheder for bæredygtige investeringer?*

¹⁵ Finanstilsynet: Retningslinjer fra ESMA om navngivning af fonde ([link](#))

¹⁶ Forbrugerombudsmanden: Virksomheders miljømarkedsføring Forbrugerombudsmandens anbefalinger ([link](#))

Bilag 3 – beskrivelse af statusnotatets metodik

For at belyse emnerne, som blev introduceret i indledningen, bedst muligt, anvender Deloitte to metoder. Den første metode er en desktop-analyse, hvor Deloitte anvender offentligt tilgængelige data eller anden markedsdata via Deloitte's licenser. Den anden metode er baseret på en markedsdialog med udvalgte markedsaktører. Fremgangsmåden for de to metoder er beskrevet nedenfor.

Desktop-analyse

I forbindelse med desktop-analysen har vi bl.a. anvendt følgende kilder til data og information:

- Data med licens
- Offentlige medier, herunder avisartikler om bæredygtige investeringer
- Kapitalforvalteres hjemmesider
- Markedsstatistikker for investeringsforeninger
- Andet offentligt tilgængeligt markedsdata
- Notater og høringsudkast fra de europæiske finanstilsynsmyndigheder samt det danske Finanstilsyn

Ud over den offentlig tilgængelige data samt adgang til data via licens har vi ligeledes indarbejdet vores egne erfaringer inden for bæredygtighedsområdet i de passager, hvor det findes relevant, igennem de erfaringer, som vi har med at rådgive den finansielle sektor og kapitalforvalternes om deres arbejde med bæredygtig finansiering og den regulatoriske udvikling på området.

Metode for markedsdialog

Markedsdialogen blev gennemført ved at fremsende en spørgeramme og en invitation til en times virtuelt dialogmøde.

Deloitte har i samarbejde med kommunen valgt at invitere følgende kapitalforvaltere til at deltage i markedsdialogen:

- Danske Bank Asset Management
- Nordea Asset Management
- Nykredit Asset Management
- SEB Asset Management

Alle fire forvaltere valgte at deltage i dialogen. Dialogmøderne blev afholdt fra d. 14.-19. maj 2025.

For at sikre, at alle markedsdeltagere fik stillet de samme spørgsmål, udarbejdede Deloitte en spørgeramme til at styre markedsdialogen med de fire markedsdeltagere. Spørgerammen, som er vedlagt i bilag 2, blev sendt frem til markedsdeltagerne i forbindelse med invitationen til markedsdialogen.

Kapitalforvalternes svar er efter aftale med forvalterne anonymiseret, så det ikke fremgår direkte af markedsafdækningen, hvad den enkelte forvalter har givet udtryk for. Princippet er indarbejdet for at sikre, at forvalternes feedback er så åben og ærlig som muligt, med henblik på at styrke kvaliteten af analysen.

Bilag 4 – PAI-indikatorer

Nedenfor vises de obligatoriske PAI-indikatorer, som forvalterne skal rapportere på en gang årligt i henhold til SFDR. De udgør en del af den såkaldte ” Erklæring om investeringsbeslutningers vigtigste negative indvirkninger på bæredygtighedsfaktorer”.

Klimarelaterede og andre miljørelaterede indikatorer
1. Drivhusgasemissioner
2. CO2-aftryk
3. Investeringsmodtagende virksomheders drivhusgasemissions-intensitet
4. Eksposering for virksomheder, der er aktive i sektoren for fossile brændstoffer
5. Andel af forbrug og produktion af ikkevedvarende energi
6. Energiforbrugsintensitet pr. sektor med stor indvirkning på klimaet
7. Aktiviteter, der påvirker biodiversitetsfølsomme områder negativt
8. Udledning til vand
9. Andel af farligt affald og radioaktivt affald
Indikatorer vedrørende sociale og personalemæssige spørgsmål samt respekt for menneskerettighederne og bekæmpelse af korruption og bestikkelse
10. Overtrædelser af FN's Global Compact-principper og Organisationen for Økonomisk Samarbejde og Udviklings (OECD's) retningslinjer for multinationale virksomheder
11. Mangel på processer og overholdelsesmekanismer til overvågning af overholdelsen af FN's Global Compact-principper og OECD's retningslinjer for multinationale virksomheder
12. Ukorrigeret lønforskel mellem kønnene
13. Kønsdiversitet i bestyrelsen
14. Eksposering for kontroversielle våben (personelminer, klyngeammunition, kemiske våben og biologiske våben)
Indikatorer for investeringer i stater og supranationale organisationer
15. Drivhusgasintensitet
16. Investeringsmodtagende lande forbundet med krænkelser af sociale rettigheder
Indikatorer for investeringer i fast ejendom
17. Eksposering for fossile brændstoffer via fast ejendom
18. Eksposering for energiineffektiv fast ejendom

Foruden de obligatoriske indikatorer findes der desuden en række frivillige indikatorer, hvor forvalterne skal vælge minimum to yderligere.