FINANSTILSYNET

Bæredygtige investeringer – krav og praksis

Juli 2025

1. Indledning

Finanstilsynet har de seneste år gennemført en række undersøgelser om finansielle produkter, der indeholder bæredygtige investeringer, og som er udbudt af finansielle markedsdeltagere, herunder fondsforvaltere, livsforsikringsselskaber og tværgående pensionskasser. Denne rapport beskriver de væsentligste krav til bæredygtige investeringer, samt nogle af Finanstilsynets observationer fra de gennemførte undersøgelser. Rapporten beskriver også de mest centrale dele af Finanstilsynets forventninger til finansielle markedsdeltageres metode, når de klassificerer en investering som bæredygtig i overensstemmelse med disclosureforordningen (SFDR)[1].

Rapporten tager udgangspunkt i aktieinvesteringer, men kan også være relevant for øvrige aktivklasser såsom virksomhedsobligationer og alternative investeringer, jf. afsnit 5.

Bæredygtige investeringer kan opgøres enten på aktivitets- eller selskabsniveau[2]. Det vil sige, at enten en del af et investeringsmodtagende selskabs aktiviteter klassificeres som bæredygtige, eller at det investeringsmodtagende selskab som helhed klassificeres som bæredygtigt.

En bæredygtig investering er en investering i et selskab eller en aktivitet, som:

- bidrager til et eller flere miljømæssige eller sociale mål
- ikke gør væsentlig skade på nogen miljømæssige eller sociale mål
- kun er i selskaber, der følger god ledelsespraksis

Det investeringsmodtagende selskab skal altså bidrage til et eller flere miljømæssige eller sociale mål, og bidraget skal kunne opgøres. Bidraget kan f.eks. sikres ved, at en del af det investeringsmodtagende selskabs omsætning understøtter et af FN's 17 Verdensmål for bæredygtig udvikling ("SDG'erne").

Derudover må det investeringsmodtagende selskab ikke gøre væsentlig skade på nogen miljømæssige eller sociale mål. Dette skal de finansielle markedsdeltagere vurdere og sikre ud fra en række bæredygtighedsfaktorer, herunder for drivhusgasudledninger og overholdelse af internationale

[1] Artikel 2, nr. 17, i Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) 2019/2088 af 27. november 2019 om bæredygtighedsrelaterede oplysninger i sektoren for finansielle tjenesteydelser.

[2] Opgørelse på selskabsniveau er tiltænkt de tilfælde, hvor en finansiel markedsdeltager investerer i en aktie og hvor investeringen ikke finansierer en konkret aktivitet. Opgørelse på aktivitetsniveau er tiltænkt de tilfælde, hvor provenuet fra en investering er allokeret til en bestemt type aktivitet/projekt, f.eks. en investering i aktier i et selskab, der kun har én type aktivitet eller i grønne obligationer, hvor provenuet går til finansiering af konkrete, grønne projekter. I praksis observerer Finanstilsynet dog også tilfælde, hvor finansielle markedsdeltagere udelukkende opgør de aktiviteter i selskabet, der bidrager til et miljømæssigt eller socialt mål som bæredygtige investeringer, uagtet at investeringen også finansierer andre aktiviteter.

retningslinjer. De finansielle markedsdeltagere skal fastsætte tærskler eller kriterier for, hvornår det investeringsmodtagende selskab har en "væsentlig" negativ indvirkning på de enkelte bæredygtighedsfaktorer og dermed ikke kan udgøre en bæredygtig investering.

Kravet om kun at investere i selskaber, der følger god ledelsespraksis, handler navnlig om det investeringsmodtagende selskabs solide ledelsesstrukturer, arbejdstagerforhold, aflønning af personale og overholdelse af skatteregler.

De finansielle markedsdeltagere skal sikre, at kravene er opfyldt både på investeringstidspunktet og løbende efter investeringstidspunktet.

2. Positivt bidrag til miljømæssige eller sociale mål

Lovkrav og observeret praksis
Bæredygtige investeringer skal, som nævnt, bidrage til et miljømæssigt eller socialt mål. Det kan f.eks. være et bidrag til et eller flere af SDG'erne eller miljømålene i taksonomiforordningen[3,4].

Finansielle markedsdeltagere har udviklet forskellige tilgange til måling og sikring af bidraget til et socialt eller miljømæssigt mål. I praksis har Finanstilsynet særligt observeret, at flere måler bidraget op mod SDG'erne ved at anvende to parametre:

- Et, der måler andelen af det investeringsmodtagende selskabs omsætning, der kommer fra aktiviteter, som bidrager til mindst en SDG eller
- Et, der måler det investeringsmodtagende selskabs "operationelle" bidrag, dvs. i hvilket omfang selskabets aktiviteter udføres på en bæredygtig måde (f.eks. anvendelse af vedvarende energi, diversitet i ledelsen el.lign.).

Nogle finansielle markedsdeltagere anvender og sætter en tærskelværdi for kun det ene af de to parametre (typisk "omsætning"), mens andre sætter tærskelværdier for begge parametre separat eller anvender en samlet score ("SDG-score").

Flere finansielle markedsdeltagere sætter deres tærskelværdier for de to parametre, så de er gensidigt afhængige. Det vil sige, at tærskelværdien for det

[3] Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) 2020/852 af 18. juni 2020 om fastlæggelse af en ramme til fremme af bæredygtige investeringer og om ændring af forordning (EU) 2019/2088

[4] De seks miljømål under taksonomiforordningen er modvirkning af klimaændringer, tilpasning til klimaændringer, bæredygtig anvendelse og beskyttelse af vand- og havressourcer, omstilling til cirkulær økonomi, forebyggelse og bekæmpelse af forurening samt beskyttelse af biodiversitet og økosystemer.

ene parameter kan sættes ned, hvis det andet parameter scorer tilstrækkeligt højt - og omvendt (se figur 1).

Figur 1. Observeret metode for opgørelse af, hvornår der sker et bidrag til et miljømæssigt eller socialt mål med udgangspunkt i SDG'erne.

Parametre	*Omsætning*					
Operationelle processer	*Tærskel-værdier*	*Negativ*	*Neutral*	*Moderat positiv*	*Positiv*	*Meget positiv*
	Meget positiv					
	Positiv					
	Neutral					
	Negativ					
	Signifikant negativ					

Nogle finansielle markedsdeltagere stiller yderligere krav til, hvornår en investering kan anses for at bidrage til et miljømæssigt eller socialt mål, udover at den enkelte investering skal bidrage til et eller flere af SDG'erne. F.eks. at den enkelte investering også skal levere løsninger til mindskelse af eller tilpasning til klimaforandringer eller have lave drivhusudledninger i forhold til andre selskaber i den pågældende sektor.

Enkelte finansielle markedsdeltagere opgør også bidrag uden brug af SDG'erne. De opgør f.eks. bidrag via kravene i taksonomiforordningen, eller ved mere generiske formuleringer, såsom at minimum x pct. af omsætningen fra det investeringsmodtagende selskab skal være indenfor *"fastsatte bæredygtige økonomiske aktiviteter*", hvor det så er defineret mere konkret, hvilke aktiviteter som kan medtages.

Endelig benytter mange en såkaldt "netto-tilgang" til opgørelsen af bidraget, hvor det investeringsmodtagende selskabs negative indvirkninger på miljømæssige eller sociale mål modregnes eventuelle positive bidrag. Tærsklen for, hvad der udgør et tilstrækkeligt bidrag fastsættes dermed ud fra selskabets nettobidrag.

Der er desuden observeret enkelte eksempler, hvor de finansielle markedsdeltagere udelukkende vurderer bidraget ud fra, om det investeringsmodtagende selskab har givet tilsagn om at fastsætte reduktionsmål i overensstemmelse med Parisaftalen, f.eks. inden for to år.

Finanstilsynets forventninger

For så vidt angår opgørelse af bidrag fra bæredygtige investeringer, forventer Finanstilsynet, at de finansielle markedsdeltagere har udvalgt konkrete måleparametre og fastsat klare og meningsfulde tærskelværdier eller kriterier for, hvornår et bidrag er tilstrækkeligt.

Da der er en vis metodefrihed i, hvordan bidraget opgøres, bør de finansielle markedsdeltagere udvise ekstra forsigtighed og gennemsigtighed i forhold til fastsættelsen af disse tærskelværdier eller kriterier[5]. Finanstilsynet forventer derfor, at de finansielle markedsdeltagere har en metode til måling af bidrag, der sikrer, at bidraget er reelt og ikke kun marginalt.

For at sikre, at en aktivitet reelt bidrager til et bæredygtigt mål, er det også vigtigt, at de finansielle markedsdeltagere ikke anlægger en for bred definition af, hvornår en aktivitet udgør et bidrag.

Finanstilsynet bemærker desuden, at et tilsagn fra det investeringsmodtagende selskab om at fastsætte reduktionsmål for selskabets drivhusgasudledninger ikke er tilstrækkeligt til at sikre, at der er et bidrag til et miljømæssigt mål. Et bidrag kan kun medtages, hvis der sker en reel reduktion i udledningerne. Alternativt skal selskabets plan om fastsættelse af reduktionsmål suppleres af et bidrag på anden vis, f.eks. gennem bidrag til konkrete SDG'er eller taksonomiforordningens miljømål.

Det er samtidig vigtigt, at det samlede bidrag fra en investering ikke overgøres. Det kan ske, hvis værdien af hele det investeringsmodtagende selskab eller den andel af selskabets omsætning, der evt. bidrager til flere mål, bliver talt med som bidragende til flere mål. For at undgå dette, kan den andel af omsætningen, som evt. bidrager til flere mål, i stedet fordeles på de pågældende mål og dermed undgås "dobbelttælling".

Endelig bemærker Finanstilsynet, at en netto-tilgang til opgørelse af bidraget kan understøtte, at der sker et reelt bidrag, men at metoden ikke nødvendigvis sikrer, at der ikke sker væsentlig skade på miljømæssige eller sociale mål. Det er derfor vigtigt, at opgørelsen af bidraget – også når netto-metoden anvendes – suppleres af en særskilt kontrol af, at der ikke sker væsentlig skade på miljømæssige eller sociale mål (jf. også næste afsnit).

Sikring af bidrag

<u>God praksis er, at den finansielle markedsdeltager har en metode, der:</u>

- indeholder klare tærskelværdier eller kriterier for, hvornår der er et reelt og tilstrækkeligt bidrag til et miljømæssigt eller socialt mål
- ikke anlægger en for bred definition af, hvilke aktiviteter der kan bidrage til et miljømæssigt eller socialt mål
- ikke overgør det samlede bidrag fra en investering

[5] Dette fremgår også af Kommissionens Q&A af 6. april 2023 i forhold opgørelse af bidrag. Se s. 8 i "JC 2023 18 - Consolidated JC SFDR QAs"

3. Ingen væsentlig skade på nogen miljømæssige eller sociale mål (DNSH-testen)

Lovkrav og observeret praksis

Lovkrav

Bæredygtige investeringer må ikke gøre væsentlig skade på nogen miljømæssige eller sociale mål. Vurderingen heraf skal enten foretages på aktivitetsniveau eller selskabsniveau, alt efter hvordan den finansielle markedsdeltager opgør sine bæredygtige investeringer[6].

Kravet skal sikres overholdt ved hjælp af en række obligatoriske indikatorer for selskabet eller aktivitetens vigtigste negative indvirkninger på bæredygtighedsfaktorer ("PAI-indikatorer"), dvs. indikatorer for, om investeringer kan anses for at påvirke miljømæssige, sociale og ledelsesmæssige forhold negativt[7]. Eksempler på obligatoriske PAI-indikatorer er indikatorer for drivhusgasudledninger, påvirkning af biodiversitetsfølsomme områder, samt overtrædelser af FN's Global Compact-principper og OECD's retningslinjer for multinationale virksomheder[8].

Udover de obligatoriske PAI-indikatorer findes der supplerende PAI-indikatorer, der skal inddrages i vurderingen, hvor det er relevant[9]. Dette inkluderer f.eks. indikatoren for emissioner af uorganiske forurenende stoffer.

Finansielle markedsdeltagere skal fastsætte tærskler eller kriterier for hver af de obligatoriske og øvrige relevante PAI-indikatorer, dvs. en grænse for, hvornår en investering kan anses for at gøre væsentlig skade på det pågældende miljømæssige eller sociale forhold. Tærskler og kriterier skal fastsættes ud fra tilgængelige data for hver enkelt PAI-indikator. De finansielle markedsdeltagere bør som udgangspunkt anvende data rapporteret af selskaberne. Estimeret data bør kun anvendes i de tilfælde, hvor direkte data ikke er tilgængelig.

Observeret praksis

Finanstilsynet har observeret forskellige tilgange til at sikre, at bæredygtige investeringer ikke gør væsentlig skade på miljømæssige eller sociale mål. I det følgende fremhæves eksempler på metoder for de PAI-indikatorer, som vurderes at være særligt væsentlige.

---

[6] Hvis en finansiel markedsdeltager investerer i aktier i et selskab med flere aktiviteter, men kun medregner de aktiviteter, der bidrager til et miljømæssigt eller socialt mål som bæredygtige investeringer, skal vurderingen af, om der sker væsentlig skade, foretages på hele selskabet.

[7] Skema 1 i bilag 1 til SFDR DA.

[8] I tillæg til sikring af, at investeringen ikke gør væsentlig skade gennem anvendelse af PAI-indikatorerne, skal den finansielle markedsdeltager prækontraktuelt og periodisk redegøre for overensstemmelse med OECD's retningslinjer for multinationale virksomheder og FN's vejledende principper om erhvervslivet og menneskerettigheder.

[9] Skema 2-3 i bilag 1 til SFDR DA.

Drivhusgasudledninger

For så vidt angår de første tre obligatoriske PAI-indikatorer, som vedrører drivhusgasudledninger, CO2-aftryk samt drivhusgasintensitet i det investeringsmodtagende selskab, benytter de finansielle markedsdeltagere som oftest tærskelværdier til at vurdere, om der gøres væsentlig skade[10].

Flere finansielle markedsdeltagere har fastsat absolutte tærskler både for selskabets absolutte drivhusgasudledninger (scope 1, 2 og 3) og for udledningerne relativt til selskabets størrelse (CO2-aftryk og drivhusgasintensitet).

Finanstilsynet har observeret enkelte finansielle markedsdeltagere, der vurderer, at det ikke er muligt at fastsætte tærskler for de investeringsmodtagende selskabers absolutte drivhusgasudledninger. Andre har fastsat et kriterie ud fra, om det investeringsmodtagende selskab rapporterer eller ikke rapporterer sine drivhusgasudledninger (eller estimater herfor). I dette tilfælde vil selskaber, der ikke har afgivet oplysninger herom, ikke kunne opfylde kravet om ikke at gøre væsentlig skade. For de selskaber, som rapporterer data, vil niveauet af deres udledninger blive vurderet under de efterfølgende PAI-indikatorer for CO2-aftryk og drivhusgasintensitet.

For så vidt angår CO2-aftryk og drivhusgasintensitet har de fleste finansielle markedsdeltagere fastsat en samlet tærskel for, hvornår der gøres væsentlig skade. Tærsklen er typisk fastsat for drivhusgasudledningerne i forhold til det investeringsmodtagende selskabs omsætning, og hvor tærsklen er den samme på tværs af sektorer og aktivklasser.

Få finansielle markedsdeltagere vurderer i stedet selskabets drivhusgasintensitet i forhold til øvrige selskaber i selskabets sektor, kombineret med et krav om, at selskabet skal have forpligtet sig til et videnskabeligt baseret reduktionsmål.

Flere finansielle markedsdeltagere supplerer tærskelværdierne for de enkelte indikatorer med aktivitets- eller sektorspecifikke eksklusionskriterier. Dette kan f.eks. være tærskler for, hvor stor en del af et selskabs omsætning, der må relatere sig til fossile brændstoffer eller tobak mv.

Der er også finansielle markedsdeltagere, der gør to eller flere faktorer gensidigt afhængige i opgørelsen af, om der gøres væsentlig skade. F.eks. således at en investering automatisk opgøres til at gøre væsentlig skade på biodiversiteten, hvis selskabet har væsentlig aktivitet inden for den fossile sektor.

[10] Indikatoren for drivhusgasudledninger er inddelt i drivhusgasudledninger i scope 1, 2, 3 og i alt. Den vedrører det investeringsmodtagende selskabs samlede, absolutte udledningsniveau. Indikatorerne for CO2-aftryk og drivhusgasintensitet vedrører derimod det investeringsmodtagende selskabs relative udledninger i forhold til dets samlede investeringer og indtægter.

Internationale standarder mv.
Med hensyn til de obligatoriske PAI-indikatorer for internationale standarder, herunder for sociale forhold, har Finanstilsynet i praksis observeret hyppig brug af kvalitative kriterier fremfor kvantitative tærskler.

Det drejer sig bl.a. om indikatoren for *overtrædelser* af FN's Global Compact-principper og OECD's retningslinjer for multinationale virksomheder. For nogle markedsdeltagere indgår det i vurderingen af en overtrædelse bl.a. om selskabet er direkte involveret i en igangværende eller delvist afsluttet sag, som en ekstern databehandler har vurderet alvorlig ud fra skadens art og omfang. I vurderingen kan indgå, hvordan selskabet har håndteret hændelsen eller om der er øvrige skærpende eller formildende omstændigheder. For andre markedsdeltagere har det været uklart, hvordan de vurderer, om der er en overtrædelse.

Der er desuden en separat indikator for mangel på *processer og mekanismer* til at overvåge, om FN's Global Compact-principper og OECD's retningslinjer for multinationale virksomheder overholdes. Nogle finansielle markedsdeltagere vurderer, at et selskab gør væsentlig skade, hvis i) det ikke har vedtaget en politik, der dækker de emner, retningslinjerne omfatter, ii) ikke har et system til at overvåge og evaluere overholdelsen af politikken, iii) ikke har en klagemekanisme, eller iv) hvis selskabet er optaget på en observationsliste for manglende overholdelse af retningslinjerne.

Finanstilsynet har desuden observeret, at flere finansielle markedsdeltagere puljer de to indikatorer. Dvs. at det investeringsmodtagende selskab først vurderes at gøre væsentlig skade, hvis det både har været involveret i overtrædelser af FN's Global Compact-principper/OECD's retningslinjer for multinationale virksomheder og samtidig mangler overvågningsmekanismer herfor.

Modregning af positive bidrag
Endelig har Finanstilsynet i enkelte tilfælde observeret, at finansielle markedsdeltagere modregner positive indvirkninger i opgørelsen af de negative indvirkninger, når det vurderes om selskabet gør væsentlig skade.

Finanstilsynets forventninger
Finanstilsynet forventer, at de finansielle markedsdeltagere har fastsat klare og meningsfulde tærskler eller kriterier for, hvornår et investeringsmodtagende selskab kan anses for at gøre væsentlig skade. Det skal gøres for hver af de obligatoriske PAI-indikatorer og for øvrige relevante indikatorer.

Drivhusgasudledninger
Finansielle markedsdeltagere skal have et loft for, hvor store drivhusgasudledninger, de vil tolerere. Tærskler for selskabets absolutte drivhusgasudledninger tager ikke højde for de enkelte selskabers størrelser. Her kan det derfor

være relevant udelukkende at etablere kontrol af, hvorvidt der er data på det investeringsmodtagende selskabs drivhusgasudledninger.

Data på et selskabs absolutte drivhusgasudledninger kan herefter anvendes til at sætte tærskler for udledninger relativt til selskabets størrelse, dvs. hvor udledningerne f.eks. vurderes i forhold til det investeringsmodtagende selskabs omsætning.

Finanstilsynet vurderer ikke, at brugen af relative tærskler, hvormed et investeringsmodtagende selskab vurderes i forhold til de øvrige selskaber i den specifikke sektor, er tilstrækkeligt til at sikre, at en investering ikke gør væsentlig skade i forhold til drivhusgasudledninger. Er der f.eks. tale om en sektor, hvor drivhusgasudledninger generelt har et sådant niveau, at der gøres væsentlig skade på miljøet, kan et selskab også gøre væsentlig skade, selvom dets udledninger er lavere end andre selskabers i den pågældende sektor[11]. Tilsvarende vil reference til en omstillingsplan ikke i sig selv være tilstrækkelig til at sikre, at der ikke gøres væsentlig skade[12].

Aktivitets- eller sektorspecifikke eksklusionskriterier kan anvendes som supplement til de enkelte PAI-indikatorer. Da eksklusionskriterier typisk fokuserer på konkrete sektorer, f.eks. forsyningssektoren, kan de i udgangspunktet ikke stå alene, da de ikke sikrer, at selskaber i andre sektorer ikke gør væsentlig skade.

Brug af kvalitative kriterier

I de tilfælde, hvor den finansielle markedsdeltager har fastsat kvalitative kriterier for udvalgte indikatorer, forventer Finanstilsynet, at der i udgangspunktet anvendes kriterier, som kan afgøres binært, dvs. at et selskab enten opfylder kravet eller ikke opfylder kravet. Hvor kriterierne forudsætter en kvalitativ vurdering, er det vigtigt, at de finansielle markedsdeltagere har fastsat en klar metode herfor og kan dokumentere, at kriteriet er opfyldt for hver investering.

Internationale standarder

FN's Global Compact-principper og OECD's retningslinjer for multinationale virksomheder dækker over flere af de samme emner, hvilket den finansielle markedsdeltager gerne må tage i betragtning ved fastsættelsen af kriterier eller tærskelværdier for de pågældende PAI-indikatorer.

I den forbindelse skal den finansielle markedsdeltager kunne redegøre for, at alle emner under begge retningslinjer er inddraget i vurderingen af, om der gøres væsentlig skade på de konkrete indikatorer. Hvis der er væsentlige

[11] For øvrige indikatorer, som ikke relaterer sig til drivhusgasudledninger, kan Finanstilsynet ikke udelukke, at relative tærskler kan være relevante at benytte i kombination med andre kriterier/vurderinger.

[12] Dette fremgår også af Kommissionens Q&A af 6. april 2023 i forhold opgørelse af bidrag. Se s. 8 i "JC 2023 18 - Consolidated JC SFDR QAs".

forhold, som ikke indgår i målingen for de konkrete PAI-indikatorer, f.eks. skatteforhold, skal virksomheden kunne redegøre for, hvordan emnet er sikret inddraget på anden vis, f.eks. gennem den finansielle markedsdeltagers øvrige politikker eller processer, såsom skattepolitikker, som alle investeringsmodtagende selskaber skal leve op til.

Mangel på processer og overholdelsesmekanismer kan overvåges sammen med eventuelle overtrædelser. Det er dog ikke tilstrækkeligt, hvis den finansielle markedsdeltager udelukkende sikrer, at det investeringsmodtagne selskab overholder den ene af de to indikatorer i vurderingen af, om der gøres væsentlig skade, når begge forhold vurderes samlet.

Datamangler

Finansielle markedsdeltagere skal ved fastsættelsen af kriterier og tærskler tage den data i betragtning, der er tilgængelig for den pågældende indikator. Tilsvarende skal der, i vurderingen af, om det enkelte selskab gør væsentlig skade på miljømæssige eller sociale forhold, tages udgangspunkt i - og sikres inddragelse af - de data, der findes på det pågældende selskab.

Et selskab kan ikke vurderes som en bæredygtig investering, hvis der mangler data på et betydeligt antal indikatorer, eller for indikatorer, som er væsentlige for den sektor, som selskabet agerer i[13]. Omvendt kan der være indikatorer, hvor der mangler data, men hvor indikatoren er mindre væsentlig for det givne selskab[14]. I tilfælde af datamangel bør den finansielle markedsdeltager gøre en indsats for at skaffe de nødvendige data, og skal kunne redegøre konkret for datakvaliteten og -dækningen og evt. datamangel. Estimater kan dog fortsat bruges, hvor rapporteret data ikke er tilgængelig.

Modregning af positive bidrag

Finanstilsynet vurderer ikke, at det er muligt at modregne positive indvirkninger med negative indvirkninger i opgørelsen af, om en investering gør væsentlig skade på nogen miljømæssige eller sociale mål.

[13] Det bør f.eks. ikke kunne konkluderes, at et investeringsmodtagende selskab ikke gør væsentlig skade, hvis selskabet er i forsyningssektoren og ikke har data på CO2-aftryk, da forsyningssektoren netop er kendetegnet ved store CO2-udledninger.

[14] Finanstilsynet bemærker f.eks., at det ofte kan være en udfordring at skaffe data på indikatoren for udledning til vand (PAI 8), hvorfor flere finansielle markedsdeltagere i praksis ikke har tærskler eller kriterier herfor.

Ingen væsentlig skade
God praksis er, at den finansielle markedsdeltager:

- har en metode, der indeholder klare og meningsfulde tærskler eller kriterier for hver af de obligatoriske og relevante PAI-indikatorer
- benytter tærskler og kriterier for drivhusgasudledninger, som ikke er fastsat i forhold til de øvrige selskaber i den konkrete sektor (dvs. anvender absolutte tærskler)
- inddrager data for de enkelte PAI-indikatorer, hvor det er tilgængeligt
- kan dokumentere, hvordan de enkelte PAI-indikatorer er sikret inddraget i de tilfælde, hvor der foretages sammenlægning af flere indikatorer
- i tilfælde af datamangel, gør en indsats for at skaffe den nødvendige data og sikre et bedre datagrundlag, samt redegør konkret for ringe datadækning, -mangel og -kvalitet (estimater kan benyttes, hvor rapporteret data ikke er tilgængelig)
- ikke modregner positive indvirkninger med negative indvirkninger i opgørelsen

4. God ledelsespraksis

Lovkrav og observeret praksis
Den sidste betingelse for en bæredygtig investering er, at det investeringsmodtagende selskab følger god ledelsespraksis. Dette vedrører særligt solide ledelsesstrukturer, arbejdstagerforhold, aflønning af personale og overholdelse af skatteregler[15].

Finanstilsynet har i praksis observeret, at finansielle markedsdeltagere sikrer kravet via en test, som dækker de fire ovennævnte parametre. Indenfor hvert af disse parametre er der fastsat målbare indikatorer (f.eks. en indikator for "børnearbejde" i relation til "arbejdstagerforhold") med relevante tærskler eller kriterier. Hertil følger en score, hvoraf det fremgår, hvordan selskabet præsterer på de pågældende parametre i forhold til de fastsatte tærskler. Hvis selskabet ligger under den fastsatte tærskel, vil selskabet ikke leve op til kravet om god ledelsespraksis.

Finanstilsynet har desuden observeret anvendelse af ESG-vurderinger fra eksterne leverandører. Efter denne metode stiller den finansielle markedsdeltager krav om, at selskabet skal opnå en bestemt ESG-vurdering, førend det lever op til kravet om god ledelsespraksis.

[15] Kravet gælder både for bæredygtige investeringer og for samtlige investeringer i et produkt, der oplyser i henhold til artikel 8 i SFDR (dvs. produkter, som blandt andet fremmer miljømæssige eller sociale karakteristika), uanset om investeringen klassificeres som bæredygtig.

I tilfælde, hvor en finansiel markedsdeltager har vurderet, at et selskab ikke lever op til god ledelsespraksis, vil konsekvensen typisk være, at selskabet ikke bliver optaget i – eller bliver ekskluderet fra – porteføljen af bæredygtige investeringer.

Finanstilsynet har dog ligeledes observeret tilfælde, hvor finansielle markedsdeltagere – på trods af identificerede brud – beslutter, at et selskab alligevel kan indgå i porteføljen, f.eks. hvis der vurderes at være et udviklingspotentiale. Herefter vil den finansielle markedsdeltager forsøge at påvirke selskabet i en bæredygtig retning ved hjælp af aktivt ejerskab. I de identificerede tilfælde har der dog ikke på forhånd været fastsat kriterier for, hvornår forholdene eller varigheden af forholdene har en karakter, som gør, at investeringen ikke kan fortsætte i produktet som følge af brud med kravet om god ledelsespraksis.

Tilsvarende har Finanstilsynet observeret enkelte markedsdeltagere, hvor kravet om god ledelsespraksis er søgt adresseret udelukkende gennem aktivt ejerskab. Her har der ikke været fastsat kriterier for eller overvågning af, hvornår forholdene eller varigheden af forholdene i selskabet gør, at investeringen ikke kan leve op til kravet om god ledelsespraksis.

Finanstilsynets forventninger

Finanstilsynet forventer, at de finansielle markedsdeltagere har en metode, som sikrer, at investeringsmodtagende selskaber lever op til kravet om god ledelsespraksis. Det skal være tydeligt, hvilke parametre, der indgår i vurderingen, og kriterierne skal fastsættes med udgangspunkt i parametre, som relaterer sig konkret til god ledelsespraksis.

Finanstilsynet forventer, at det tydeligt fremgår, hvornår et identificeret brud på god ledelsespraksis tilsiger, at et selskab ikke længere kan optages i – eller forblive i – porteføljen, samt hvornår det i stedet vurderes, at løbende aktivt ejerskab kan anvendes. Herunder skal det fremgå, hvilke elementer den øverste ledelse lægger vægt på, når den træffer beslutning om eksklusion, f.eks. alvorsgrad og varighed af forholdet.

Der bør i et vist omfang være plads til, at selskaber kan omstille sig eller forbedre praksis. Der kan desuden være grundlag for at fastholde investeringer, f.eks. når identificerede kontroverser vedrører ekstraordinære forhold, som midlertidigt komplicerer dialog eller frasalg, eller hvis forholdene ikke reelt relaterer sig til god ledelsespraksis eller ikke er tilstrækkeligt konstaterbare og objektive. Hvis dette er tilfældet, forventer Finanstilsynet, at der er klare kriterier eller principper for vurderingen af, om et selskab har vist tilstrækkelig fremgang eller har en troværdig plan for at sikre overholdelsen af kravene til god ledelsespraksis, herunder en bestemt tidsramme for, hvor længe investeringen kan fortsætte i porteføljen af bæredygtige investeringer.

Ved brug af ESG-vurderinger fra eksterne leverandører, forventer Finanstilsynet, at de finansielle markedsdeltagere tager selvstændig stilling til – og kan redegøre for – hvordan den givne rating sikrer overholdelse af god ledelsespraksis. De finansielle markedsdeltagere skal desuden være opmærksomme på, at ESG-vurderinger typisk har fokus på bæredygtighedsrisici og består af en lang række faktorer, herunder overholdelsen af god ledelsespraksis. Det betyder, at et selskab kan opnå en bestemt score i en ESG-vurdering, uden at dette reelt sikrer, at kravet om god ledelsespraksis er overholdt, hvis vurderingen er drevet af andre parametre end selskabets ledelsespraksis.

God ledelsespraksis
God praksis er, at den finansielle markedsdeltager:

- har en metode, der indeholder klare kriterier eller tærskelværdier for at vurdere, om et selskab overholder god ledelsespraksis
- understøtter aktivt ejerskab med klare rammer for, hvornår forholdet eller varigheden af forholdet gør, at investeringen ikke kan medtages som en bæredygtig investering
- ved brug af ESG-vurderinger, selv tager stilling til – og kan redegøre for – hvordan ratingen sikrer overholdelse af kravet

5. Yderligere opmærksomhedspunkter

Andre aktivklasser end aktier
Finanstilsynet har i denne rapport valgt at tage udgangspunkt i aktieinvesteringer. Finanstilsynet forventer, at de finansielle markedsdeltageres metode til sikring af kravene for bæredygtige investeringer i udgangspunktet er ens på tværs af aktivklasser, dvs. med samme parametre, kriterier eller tærskelværdier. Der kan dog være forskel på, hvordan metoden udmøntes i praksis afhængigt af aktivklassen. For så vidt angår alternative investeringer, vil kravene til princippet om ikke at gøre væsentlig skade f.eks. typisk fremgå af et side-letter, hvor der samtidig følges løbende op på overholdelse af kravene til de bæredygtige investeringer. Det kan f.eks. ske ved brug af spørgeskemaer, som forvalteren eller det investeringsmodtagende selskab skal udfylde. Tilsvarende kan der være andre processer ved investeringer i grønne obligationer, hvor provenuet bliver brugt til at finansiere konkrete, grønne projekter og hvor f.eks. bidraget derfor kan opgøres ud fra det konkrete projekt fremfor på udstederen.

Samspillet mellem SFDR og taksonomiforordningen
I opgørelsen af, om en investering er bæredygtig, kan der tages udgangspunkt i rapporteringen om miljømæssigt bæredygtige økonomiske aktiviteter i henhold til taksonomiforordningen, dvs. rapportering om, hvorvidt en aktivitet eller en andel af et selskabets aktiviteter, er i overensstemmelse med taksonomiforordningen.

Hvor en finansiel markedsdeltager investerer i en konkret aktivitet, som opfylder kravene til at være en miljømæssigt bæredygtig økonomisk aktivitet i henhold til taksonomiforordningen, vil aktiviteten automatisk leve op til kravene til at udgøre en bæredygtig investering i henhold til SFDR.

For aktieinvesteringer, som ikke finansierer en konkret aktivitet, men hvor der investeres i hele selskabet, er der dog nogle yderligere krav, som den finansielle markedsdeltager skal være opmærksom på. Den finansielle markedsdeltager skal her dels i) vurdere, om en tilstrækkelig stor andel af det investeringsmodtagende selskabs aktiviteter bidrager til et miljømæssigt mål, så investeringen som helhed kan opgøres som en bæredygtig investering, og dels ii) sikre, at de øvrige økonomiske aktiviteter i selskabet ikke gør væsentlig skade på nogen miljømæssige eller sociale mål[16].

Bæredygtige investeringsmål på produktniveau
I tillæg til metoden til at opgøre, om den enkelte investering er bæredygtig, har flere investeringsprodukter også bæredygtige investeringsmål på produktniveau, dvs. for produktets samlede investeringer.

Produktmålene kan være sammenfaldende med den metode, som de finansielle markedsdeltagere anvender til at opgøre bidraget fra de bæredygtige investeringer. Typisk er der dog separate mål på produktniveau og for de enkelte, underliggende, bæredygtige investeringer.

Et hyppigt eksempel på et bæredygtige investeringsmål på produktniveau er et mål om årlig reduktion i produktets samlede drivhusgasudledninger i overensstemmelse med Parisaftalens langsigtede mål. Her kan udledningerne fra produktet f.eks. måles op imod specifikke EU-klimabenchmarks[17], for derved at sikre, at reduktionen opnås og er i overensstemmelse med Parisaftalens langsigtede mål.

Finanstilsynet bemærker, at et samlet reduktionsmål for produktet eller faktiske reduktioner på produktniveau ikke tilstrækkeligt til at sikre, at samtlige af de underliggende investeringer bidrager til et miljømæssigt eller socialt mål. Det vil sige, at de finansielle markedsdeltagere i tillæg til produktmålet her vil skulle sikre, at hvert investeringsmodtagende selskab bidrager til mindst ét miljømæssigt eller socialt mål, hvis investeringerne heri skal kunne opgøres som bæredygtige investeringer.

---

[16] Dette fremgår af Kommissionens FAQ vedrørende "Do Taxonomy-aligned investments qualify as 'sustainable investments'". Se s. 5 i 2023/C 211/01.

[17] Kravene til EU-klimabenchmarks fremgår af (EU) 2020/1818. Forkortelsen for de to EU-klimabenchmarks er CTB og PAB for hhv. benchmarket for klimaovergangen og det Paris-alignede benchmark. Fælles for de to EU-klimabenchmarks er, at de skal følge en reduktionssti for drivhusgasudledning på 7 pct. pr. år, og at de skal ekskludere selskaber, der foretager visse aktiviteter. Derudover skal et CTB indledningsvist ligge mindst 30 pct. lavere i drivhusgasintentsitet eller absolutte drivhusgasudledninger end i investeringsuniverset, mens et PAB skal ligge 50 pct. lavere.

Særligt for passivt forvaltede produkter
Er der tale om et produkt, der er passivt forvaltet, og følger et EU-klimabenchmark, behøver de finansielle markedsdeltagere ikke en metode til at sikre, at hvert investeringsmodtagende selskab bidrager til mindst ét miljømæssigt eller socialt mål.

Det skyldes, at investeringerne i passivt forvaltede produkter, der følger et EU-klimabenchmark, automatisk kan opgøres som bæredygtige investeringer[18].

Eventuelle kommende lovændringer
Finanstilsynet forventer, at EU-Kommissionen fremsætter et forslag til revideringen af SFDR, som er den forordning, der fastsætter definitionen af bæredygtige investeringer. Denne rapport tager udgangspunkt i den gældende forordning, de aktuelle fortolkningsbidrag fra EU-Kommissionen samt Finanstilsynets temaundersøgelser under gældende lovgivning.

[18] Dette fremgår af Kommissionens Q&A af 6. april 2023 i forhold til produkter, der tracker et referencebenchmark. Se s. 36 i JC 2023 18 - Consolidated JC SFDR QAs